

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění společnosti Letiště Praha, a.s.

Valuation of the company Letiště Praha, a.s.

Student: Bc. Veronika Seidlová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Veronika Seidlová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: **Ocenění společnosti Letiště Praha, a. s.**
Valuation of the company Letiště Praha, a. s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Charakteristika a popis metod pro ocenění firmy
 3. Finanční analýza a návrh dlouhodobého finančního plánu firmy
 4. Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. 1st Ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.
DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.
MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že diplomovou práci jsem zpracovala samostatně za použití literatury, která je uvedena v seznamu. Přílohy č. 4, č. 5 a č. 6 dané mi k dispozici jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 21. 4. 2010

.....
Podpis

OBSAH

1	Úvod	7
2	Charakteristika a popis metod pro ocenění firmy	8
2.1	Obecné základy pro ocenění podniku	8
2.1.1	Hodnota podniku	9
2.1.2	Důvody pro ocenění podniku	10
2.1.3	Postup při oceňování podniku	10
2.2	Finanční analýza	11
2.2.1	Analýza stavových ukazatelů	12
2.2.2	Analýza rozdílových a tokových ukazatelů	12
2.2.3	Poměrové ukazatele	12
2.2.3.1	Ukazatele rentability	13
2.2.3.2	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	14
2.2.3.3	Ukazatele likvidity	16
2.2.3.4	Ukazatele aktivity	16
2.2.4	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně	18
2.2.4.1	Bankrotní modely	18
2.2.4.2	Ratingové modely	19
2.3	Dlouhodobý finanční plán	20
2.4	Metody oceňování podniku	21
2.4.1	Výnosové metody	21
2.4.1.1	Metoda DCF equity	25
2.4.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	26
2.4.2	Majetkové metody	29
2.4.2.1	Účetní metoda	29
2.4.2.2	Substanční metoda	29
2.4.2.3	Metoda likvidační hodnoty	30
2.4.3	Kombinované metody	30
2.4.4	Komparativní metody	30
2.4.5	Aktivní metody oceňování	31
2.4.5.1	Metodologie reálných opcí	31
3	Finanční analýza a návrh dlouhodobého finančního plánu firmy	36
3.1	Charakteristika společnosti Letiště Praha a.s.	36

3.1.1	Historie	39
3.1.2	Transformace společnosti	43
3.1.3	Poskytované služby	44
3.1.4	Vývoj provozních výkonů.....	45
3.2	Finanční analýza	47
3.2.1	Analýza účetních výkazů	48
3.2.2	Poměrové ukazatele.....	53
3.2.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně	58
3.3	Dlouhodobý finanční plán	60
3.3.1	Návrh dlouhodobého plánu rozvahy	60
3.3.2	Návrh dlouhodobého plánu VZZ.....	65
4	Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků	69
4.1	Ocenění metodou DCF - equity	69
4.1.1	Stanovení finančních toků FCFE.....	69
4.1.2	Stanovení nákladů na kapitál	69
4.1.3	Ocenění vlastního kapitálu společnosti	72
4.2	Ocenění vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných čistých výnosů	73
4.2.1	Paušální metoda	73
4.2.2	Analytická metoda	75
4.3	Aplikace reálných opcí	76
4.4	Komparace a zhodnocení výsledků	80
4.5	Současná situace oceňovaného podniku	82
5	Závěr	83
	Seznam použité literatury	84
	Seznam zkratk.....	86
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	89
	Seznam příloh.....	90

1 Úvod

Problematika oceňování je důležitou oblastí finančního řízení firem, která nabývá na významu v souvislosti s transformací vlastnických vztahů, s akvizicemi a fúzemi, s rozšiřováním trhů atp. V našich podmínkách se vyskytuje již několik desetiletí. Potřeba oceňování se vyskytla na počátku 90. let minulého století v souvislosti s transformací ekonomiky a především vlastnických vztahů. Dochází také k obratu, kdy se zájem podnikatelů a investorů začíná přesouvat z účetní hodnoty podniku na tržní.

Správné určení hodnoty podniku, patřící mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku, je závislé na kvalitě vstupních údajů, jejich správné interpretaci a na správném finančním plánování, v případě, že se jedná o výnosové ocenění. Podstatný vliv má také stanovení časového horizontu a volba metody oceňování. Při oceňování je tedy nutné přesně vymezit jeho objekt, tedy vstupy, výstupy a hranice oceňovaného systému a také účel, pro který je podnik oceňován.

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Letiště Praha, a.s. k 1.1. 2009 za účelem prodeje a za pomoci vybraných metod oceňování. V současné době je jediným vlastníkem ministerstvo financí a společnost se nachází v procesu transformace.

Práce je rozdělena na tři logicky na sebe navazující části.

V první části budou přiblíženy obecné základy oceňování podniku, postup oceňování podniku a vše s oceněním blízké související, jako je finanční analýza či sestavení dlouhodobého finančního plánu. Součástí této kapitoly budou teoretické základy jednoduchých metod ocenění, včetně stanovení volných peněžních toků a modelů pro stanovení nákladů kapitálu.

V druhé části bude nejprve představena společnost Letiště Praha, a.s. a z dostupných dat této společnosti bude následně provedena finanční analýza a sestaven návrh dlouhodobého finančního plánu. Finanční analýza bude zahrnovat na analýzu účetních výkazů, poměrové ukazatele a také predikční modely.

Třetí část je zaměřena na aplikaci vybraných metod ocenění. Zjištění hodnoty vlastního kapitálu bude provedeno prostřednictvím výnosových metod a aplikací metodologie reálných opcí. Z výnosových metod je zvolena metoda diskontovaných peněžních toků DCF-equity, která bude aplikována dvoufázově, a metoda kapitalizovaných zisků v paušální i analytické variantě. V závěru této kapitoly bude provedena komparace a zhodnocení výsledků a také okomentována současná situace oceňované firmy.

2 Charakteristika a popis metod pro ocenění firmy

Oblast oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. V dnešní době dochází k posunu ve využívání metodologického aparátu při určování hodnoty podniku od účetních přístupů k tržním. Stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité manažerské nástroje řízení podniku, protože hodnota firmy je významným kritériem při jeho taktickém řízení a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí vedení společnosti. Výsledná hodnota je ovlivněna zejména rozsahem a kvalitou údajů, jež jsou k dispozici, použitou metodou a časovým horizontem. Jednotlivé postupy je možné použít za určitých podmínek a předpokladů, a proto pokud nebudou respektovány, může dojít k nesprávné interpretaci výsledných hodnot.

2.1 Obecné základy pro ocenění podniku

Před samotným postupem ocenění podniku je důležité vymezení některých pojmů, jako co je předmětem a výsledkem ocenění, jaké jsou hladiny, na kterých může být podnik oceňován atd.

Prvním krokem je vymezení samotného pojmu **podnik**. „Podnik je věc hromadná, soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“¹

Důležitou a nezbytnou součástí podnikání je využívání závazků všeho druhu a při oceňování se musí brát v úvahu i jejich rozsah. Je tedy důležité na podnik pohlížet z ekonomického hlediska jako na funkční celek.

V české republice neexistuje v současné době žádný zákon obecně závazný při oceňování podniku. Oceňovatelé se opírají zejména o ekonomickou teorii, ale i přesto existují určité **předpisy**. České předpisy jako je Zákon o oceňování majetku č.151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR nebo Metodický pokyn ZNAL ČNB se aplikují pro vymezený okruh případů. Mezinárodní a Evropské standardy obsahují především definice hodnoty a určité rámcové zásady, které by měly být respektovány. Z národních standardů je v našich podmínkách možné se setkat s Americkými oceňovacími standardy US PAP a německým standardem IDW S1.

¹ § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů

2.1.1 Hodnota podniku

Firmu je možné oceňovat na různých hladinách. *Hodnota brutto* zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Pokud je oceňován vlastní kapitál neboli ocenění na úrovni vlastníků podniku, jedná se o *hodnota netto*.

U podniků je málokdy hodnota totožná s cenou a pro je důležité tyto dva pojmy odlišovat. *Cena* je konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě. *Hodnota* firmy (objektivizovaná hodnota) je částka bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje nebo nákupu. Vyjadřuje částku, kolem níž by se měla pohybovat cena.

Dále se rozlišují čtyři základní **kategorie hodnoty**.

Tržní hodnota

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“²

Subjektivní hodnota (investiční hodnota)

„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovení investičního cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“³

Subjektivní přístup je vhodné použít v následujících situacích:

- koupě a prodej podniku, kdy se zjišťuje, zda je transakce výhodná,
- rozhodování mezi sanací a likvidací podniku, pro představu, co je ještě možné s podnikem udělat, a zjišťuje se, zda by měl podnik větší hodnotu, jestliže by pokračoval v činnosti, nebo zda je větší momentální likvidační hodnota podniku.

Objektivizovaná hodnota

Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Účelem je docílit co největší reprodukovatelnosti v ocenění.

² MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. 2007. str. 22

³ MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku. 2007. str. 26

Kolínská škola

Je založena na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího a konkrétního kupujícího. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má pro svého uživatele. K těmto funkcím patří funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

2.1.2 Důvody pro ocenění podniku

Ocenění je službou, protože svému objednateli přináší nějaký užitek. Ten může mít rozličnou povahu podle požadavků objednatele a cílů, k nimž má ocenění sloužit. Proto jsou rozlišována ocenění, která vycházejí z různých podnětů a slouží k různým účelům.

Lze rozlišit ocenění související s vlastnickými změnami v podniku a jiné důvody než tyto vlastnické změny. K oceněním souvisejícím s vlastnickými změnami patří např. koupě a prodej podniku, fúze, rozdělení společnosti, nabídka na převzetí, nabídka na odkoupení účastnických cenných papírů, přijetí obchodního podílu na úhradu dluhu atd. Z druhé oblasti ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám se jedná např. o změnu právní formy společnosti, ocenění v souvislosti s poskytnutím úvěru nebo v souvislosti se sanací podniku.

2.1.3 Postup při oceňování podniku

Postup oceňování je dán konkrétními podmínkami, tj. daný podnět k ocenění, kategorie zjišťované hodnoty, zvolené metody, dostupná data atp. Obecně se doporučuje následující postup:

1. Sběr vstupních dat

Ocenění společnosti je otázkou přiměřených vstupních informací. Ty je možné čerpat z interních zdrojů dané společnosti, přičemž jimi obvykle bývají finanční plány, účetní závěrka, technickoekonomické studie a vnitropodnikové informace. Nelze opomenout ani odvětvové informace a prognózy jako např. analýzy trhu stavu a vývoje ekonomiky. Nezbytné je rovněž sledování makroekonomických informací charakterizujících vývoj ekonomiky a finančních trhů a informací mikroekonomických, které vycházejí z platné legislativy a ratingového hodnocení.

2. Analýza dat

Ta zahrnuje především strategickou a finanční analýzu. Hlavní funkcí strategické analýzy je vymezit výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten se odvíjí od potenciálu vnějšího a vnitřního, kterým podnik disponuje. Tato analýza zahrnuje různé analytické

techniky využívané také pro identifikaci vztahů mezi okolím podniku, zahrnující makroprostředí, odvětví, konkurenční síly, trh, konkurenty a zdrojovým potenciálem podniku. Finanční analýza se pak zaměřuje zejména na prověření finančního zdraví podniku a měla by být základem pro vytvoření finančního plánu. U této analýzy je důležité ukazatele nejen spočítat, ale i správně interpretovat a vyvodit závěry.

3. Sestavení finančního plánu

Finanční plán je nutné sestavit pouze v případě použití některé ze standardních výnosových metod. Plán se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků. V rámci běžného řízení podniku je již součástí podnikového plánu. Podnikový plán by pak měl vycházet z dlouhodobé koncepce firmy, tedy jeho strategie a vize, a je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů.

4. Ocenění

Tato část se skládá z volby příslušné metody ocenění, ocenění zvolenou metodou a souhrnného ocenění. Metod stanovení hodnoty podniku existuje celá řada. Volba správné metody zásadním způsobem určuje, jestli bude cíl oceňování naplněn. Výběr metod je také ovlivněn účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Obvykle je vhodné provést ocenění několika metodami, pak bude potřeba na zvěř vyvodit a zdůvodnit ocenění souhrnné.

2.2 Finanční analýza

Finanční analýza je specifickým typem analýzy, jejímž smyslem je posoudit finanční hospodaření firmy. Je základem finančního řízení a je podkladem pro jakékoliv finanční rozhodování. Analýza je důležitá pro prověření dat z minulosti, doplnění vypočtené hodnoty firmy při koupi této firmy a je východiskem pro sestavení finančního plánu. Existují různé cílové skupiny uživatelů finanční analýzy, přičemž mezi nejbližší patří management, věřitelé, investoři atd. Za nejdůležitější zdroj informací, z nichž analýza vychází, jsou považovány účetní výkazy. Základními účetními výkazy jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz cash flow.

Posouzení finančního zdraví firmy, což je obecným úkolem finančních analýz, lze provést ve čtyřech krocích. Ty zahrnují rámcové posouzení situace vybraných ukazatelů, podrobný rozbor, jehož cílem je posouzení orientačních poznatků předchozího kroku, hlubší rozbor negativních jevů a návrh možných opatření a zhodnocení rizik.

2.2.1 Analýza stavových ukazatelů

Zahrnuje horizontální a vertikální analýzu.

Horizontální analýza se zabývá změnami absolutních ukazatelů v čase. Vyskytuje se zde nutnost tvorby dostatečně dlouhodobých časových řad, protože precizně vedené časové řady mohou znamenat méně nepřesností z hlediska interpretace výsledku propočtu. Rozbor horizontální struktury účetních výkazů tedy znamená zjištění, o kolik jednotek se položka změnila v čase a o kolik % se příslušná jednotka změnila v čase. Tento rozbor může být zpracován buď meziročně (porovnání dvou po sobě jdoucích období) nebo za několik účetních období. Jejím cílem je změřit pohyb jednotlivých veličin a to relativně a absolutně a změřit jejich intenzitu.

Vertikální analýza si klade za cíl zjistit, jak se jednotlivé majetkové části podílely na bilanční sumě, tj. na aktivech a pasivech. Struktura aktiv má podávat informace o tom, do čeho firma investovala kapitál a do jaké míry při investičním procesu byla zohledňována výnosnost. Struktura pasiv potom ukazuje, z jakých zdrojů byl majetek pořízen. Mezi poměrně drahý zdroj financování je považováno financování z vlastních zdrojů. Podnik by měl vhodným způsobem diverzifikovat finanční zdroje, protože tímto omezí finanční riziko, které plyne z využívání zdrojů financování.

2.2.2 Analýza rozdílových a tokových ukazatelů

Zahrnuje analýzu těch výkazů, které v sobě primárně nesou tokové položky. **Analýza fondů** je zaměřena na čistý pracovní kapitál, který slouží k určení optimální výše každé položky oběžných aktiv a stanovení jejich celkové přiměřené výše. Záměrem **analýzy cash flow** je schopnost vytvářet z vlastní hospodářské činnosti přebytky použitelné k financování existenčně důležitých potřeb.

2.2.3 Poměrové ukazatele

Existuje celá řada poměrových ukazatelů, které vypovídají o základních charakteristikách finančního zdraví podniku. Důležité je přesně definovat konstrukci a obsah používaných ukazatelů. Konstrukce a výběr ukazatelů je ovlivněn hlavně tím, co chceme zjistit, musí být relevantní zkoumanému problému nebo prováděnému rozhodnutí. Velice důležitá je jejich vypovídací schopnost a hodnocení. V paralelní soustavě jsou tvořeny oblasti ukazatelů, které měří určitou stránku finanční situace a všechny charakteristiky jsou vnímány jako rovnocenné. Podnik by měl být rentabilní, přiměřeně zadlužený a likvidní, aby dlouhodobě existoval. Hodnocení vypočtených výsledků

ukazatelů daného podniku má smysl jedině tehdy, známe-li hodnoty týchž ukazatelů srovnatelných firem. Poměrové ukazatele lze rozdělit do těchto základních oblastí:

- ukazatele finanční stability a zadluženosti;
- ukazatele likvidity;
- ukazatele rentability;
- ukazatele aktivity;
- ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu.

2.2.3.1 Ukazatele rentability

Výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Ukazatele rentability jsou ukazatele, v jejichž čitateli je obsažen zisk a ve jmenovateli nějaký druh vloženého kapitálu. Důležité je členění zisku do následujících kategorií. V první kategorii se jedná o **EBITDA** (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) neboli zisk před odečtením odpisů, úroků, daní a amortizace. Druhá kategorie se zahrnuje **EBIT** (*Earnings before Interest and Taxes*) tedy zisk před odečtením úroků a daní. Není ovlivněn změnami daňových a úrokových sazeb a ani změnou struktury finančních zdrojů. Je důležitý při měření výkonnosti podniku pomocí rentability tržeb. Třetí kategorii tvoří **EBT** (*Earnings before Taxes*) - zisk před zdaněním. Jedná se o provozní zisk, který je snížený nebo zvýšený i o finanční a mimořádný výsledek hospodaření a ještě od něho nebyly odečteny daně. Používá se při srovnávání výkonnosti firem s rozdílnou daňovou zátěží. Poslední čtvrtou kategorií zaujímá **EAT** (*Earnings after Taxes*). Zisk po zdanění neboli čistý zisk se používá ve všech ukazatelích pro hodnocení výkonnosti firmy.

Za klíčový ukazatel rentability je považována **rentabilita aktiv (ROA – Return on Assets)**. Důvodem je to, že poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.1)$$

kde *EBIT* je zisk před odečtením úroků a daní a *A* jsou aktiva celkem.

Ukazatel **rentability celkového investovaného kapitálu (ROCE – Return on Capital Employed)** vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem. Lze říci, že se jedná o komplexní vyjádření efektivnosti hospodaření společnosti.

$$ROCE = \frac{EBIT}{(VK + CZ_{dlouhodobé})}, \quad (2.2)$$

kde *EBIT* je zisk před odečtením úroků a daní, *VK* je vlastní kapitál a *CZ* jsou cizí zdroje.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity) vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři nebo vlastníky podniku. Pomocí tohoto ukazatele mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Jeho růst může znamenat nejen zlepšení výsledku hospodaření, ale také zmenšení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo pokles úročení cizího kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.3)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění, *VK* je vlastní kapitál.

2.2.3.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik využívá k financování svých aktiv cizí zdroje. Její podstatou je nalezení optimálního vztahu mezi vlastním a cizím kapitálem (kapitálová struktura). Ukazatele zadluženosti jsou ovlivňovány čtyřmi faktory, kterými jsou daně, riziko, typ aktiv a stupeň finanční volnosti podniku.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio) charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu firmy. Tedy do jaké míry je podnik schopen financovat majetek ze svých zdrojů a jaká je jeho finanční samostatnost.

$$EquityRatio = \frac{VK}{A}, \quad (2.4)$$

kde *VK* je vlastní kapitál a *A* jsou aktiva celkem.

Stupeň krytí stálých aktiv udává, že stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobými zdroji. Stupeň tohoto krytí by měl mít hodnotu alespoň 100 % (dlouhodobý kapitál by měl pokrýt veškerá stálá aktiva). Čím budou oba tyto ukazatele vyšší, tím lepší bude stabilita firmy.

$$Stupeň\ krytí\ stálých\ aktiv = \frac{dlouhodobý\ kapitál}{stálá\ aktiva} \quad (2.5)$$

Ukazatel **majetkový koeficient (Equity Multiplier)** se také vyskytuje pod názvem *finanční páka*. Každý podnik je financován vlastními nebo cizími zdroji. Cizí kapitál je dluhem, který musí firma v určité době splatit. Cenou za používání cizího kapitálu je především úrok a případně další výdaje na jeho získání. Použití tohoto cizího kapitálu působí jako páka, kterou management podniku zvedá výnosnost vlastního

kapitálu. Tím však současně zvyšuje i jeho rizikovost. Finanční páka je založena na tom, že cizí kapitál je obvykle levnější než vlastní.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}, \quad (2.6)$$

kde A jsou aktiva celkem a VK je vlastní kapitál.

U **ukazatele celkové zadluženosti (Debt ratio)** platí, že čím je jeho hodnota vyšší, tím je vyšší riziko věřitelů. Věřitelé upřednostňují nízké hodnoty tohoto ukazatele. U finančně stabilních podniků však platí, že dočasný růst zadluženosti může vést ke zvýšení celkové rentability vloženého kapitálu. Je tedy důležitý hlavně pro dlouhodobé věřitele (např. komerční banky).

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.7)$$

kde CZ jsou cizí zdroje a A jsou aktiva celkem.

Zadluženost vlastního kapitálu (Debt/Equity Ratio), kterou je firma ochotna akceptovat, závisí na fázi vývoje firmy a na tom, jak velké jsou vlastníci ochotni podstoupit riziko. Tento ukazatel se u stabilních společností pohybuje zhruba v rozmezí 80-120%⁴.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CZ}{VK} \quad (2.8)$$

kde CZ jsou cizí zdroje a VK je vlastní kapitál.

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Je-li jeho hodnota 100 %, znamená to, že podnik vytvořil zisk na pokrytí úroků. Hodnota menší než 100 % znamená, že firma nepokryje ani úroky. Proto platí, že čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím lepší je situace podniku.

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{EBIT}{\dot{U}} \quad (2.9)$$

kde $EBIT$ je zisk před odečtením úroků a daní a \dot{U} jsou úroky.

Ukazatel úrokového zatížení je obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí. Říká, jakou část provozního zisku odčerpají úroky. Souvisí hlavně s rentabilitou, s podílem zdrojů na financování, úrokovou sazbou. Jedná se o zdroje získané z bankovních úvěrů nebo z prodeje podnikových dluhopisů.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\dot{U}}{EBIT} \quad (2.10)$$

⁴ DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2006. str. 75

2.2.3.3 Ukazatele likvidity

Likviditou se rozumí schopnost podniku uhradit včas své platební závazky a získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Existuje jako podmínka solventnosti a je důležitá z hlediska finanční rovnováhy firmy. Vyvážená likvidita potom zaručí dostatečné zhodnocení prostředků a i schopnost dostát svým závazkům.

Celková likvidita (Current Ratio) udává, kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. Čím vyšší je jeho hodnota, tím je pravděpodobnější zachování platební schopnosti podniku. Platí, že podíl dosazených hodnot by měl být v rozmezí 1,5 – 2,5. Důležité je porovnání s podobnými podniky nebo s průměrem za odvětví.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ} \quad (2.11)$$

, kde *OA* jsou oběžná aktiva a *KZ* krátkodobé závazky.

Ukazatel **pohotové likvidity (Quick Ratio – Acid Test Ratio)** je konstruován ve snaze vyloučit nejméně likvidní část oběžných aktiv, tj. zásoby z ukazatele běžné likvidity. Vyšší hodnota je příznivější pro věřitele a je pravděpodobnější zachování platební schopnosti podniku. Doporučená hodnota, ve které by se měl ukazatel pohybovat je 1 – 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{(OA - \text{zásoby})}{KZ}, \quad (2.12)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva, *KZ* krátkodobé závazky.

Do **okamžité likvidity (Cash Ratio)** vstupují pouze ty nejlikvidnější prostředky jako peníze na účtech, peníze v hotovosti, šeky, ale také různé formy rychle mobilizovatelných rezerv, jimiž podnik disponuje (např. některé druhy CP atd.). Doporučené hodnoty jsou v rozmezí 0,9 – 1,1, pro ČR je dolní mez 0,6 a dle metodiky MPO je to až 0,2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PPP}{KZ}, \quad (2.13)$$

kde *PPP* jsou pohotové platební prostředky a *KZ* krátkodobé závazky.

2.2.3.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity měří schopnost firmy využívat investované finanční prostředky a také vázanost jednotlivých složek kapitálu v různých formách aktiv a to jak

dlouhodobých tak krátkodobých. Nejčastěji vyjadřují počet obrátek (rychlost obrátu) nebo dobu obrátu (DO).

Ukazatel **obrátky celkových aktiv** měří intenzitu využití celkového majetku a používá se zejména pro mezipodnikové srovnání. S jeho růstem roste efektivnost využití majetku v podniku.

$$Obrátka_{aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.14)$$

kde T jsou tržby a A jsou aktiva.

Doba obrátu aktiv udává, za jak dlouho (ve dnech) dojde k obrátu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pozitivní je co nejkratší doba. Hodnota je určována obrátem fixního a pracovního kapitálu. Čím je podíl fixních aktiv vyšší, tím vyšší je hodnota ukazatele. Také je ovlivněn dynamikou tržeb.

$$DO_{aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T}, \quad (2.15)$$

kde T jsou tržby a A jsou aktiva.

Ukazatel **doba obrátu zásob** udává, jak dlouho (ve dnech) jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Je důležité udržovat dobu obrátu zásob na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši a také pamatovat na optimální velikost zásob.

$$DO_{zásob} = \frac{zásoby \cdot 360}{T}, \quad (2.16)$$

kde T jsou tržby.

Doba obrátu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho je majetek firmy vázán ve formě pohledávek, neboli za jak dlouho jsou pohledávky v průměru splaceny. Jestliže ukazatel trvale překračuje doby splatnosti, je nezbytné prošetřit platební kázeň odběratelů. Záleží na velikosti analyzované firmy, neboť pro malé firmy delší doba splatnosti pohledávek může v konečném důsledku znamenat značné finanční problémy. Velké firmy jsou naopak schopny tolerovat delší dobu splatnosti.

$$DO_{pohledávek} = \frac{pohledávky \cdot 360}{T}, \quad (2.17)$$

kde T jsou tržby.

V případě **doby obrátu závazků** se jedná o rychlost splacení závazků. Doba obrátu závazků by měla být delší než doba obrátu pohledávek, aby nebyla narušena finanční rovnováha společnosti. Ukazatel je důležitý zejména pro věřitele nebo

potenciální věřitele, protože se z něj mohou dozvědět, jak firma dodržuje obchodně úvěrovou politiku.

$$DO\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{T}, \quad (2.18)$$

kde T jsou tržby.

2.2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Souhrnné indexy hodnocení mají za úkol vyjádřit celkovou charakteristiku finančně ekonomické situace a výkonnosti podniku prostřednictvím jednoho čísla. Jsou vhodné pouze pro rychlé a globální srovnání řady podniků, protože jejich vypovídací schopnost je nižší. Mohou tedy sloužit jako podklad pro další hodnocení.

Základní členění těchto modelů je na modely bankrotní a ratingové, přičemž u obou se vychází ze stejného předpokladu. Ten je takový, že existují jevy ve vývoji finanční situace firmy, jež jsou identifikovatelné se symptomy zhoršující se finanční situace firmy, která může vyústit ve vyhlášení bankrotu podniku. Cílem obou skupin je přiřadit jednu číselnou charakteristiku, na jejímž základě se posoudí finanční zdraví firmy. K bankrotním modelům, které vypovídají o tom, zda podnik do určité doby zkrachuje, patří např. Altmanův model, model „IN“, Beaverův model a Tafflerův model. Bonitní modely se snaží stanovit bonitu hodnoceného podniku bodovým hodnocením. Do této skupiny se řadí např. Tamariho model, Kralickův Quik-test, modifikovaný Quik-test. V dalších podkapitolách budou popsány pouze vybrané modely, které budou aplikovány v praktické části.

2.2.4.1 Bankrotní modely

Beaverův model je postaven na poměrových ukazatelích, které hrají významnou roli při finančních problémech firem. W.H. Beaver pároval 79 firem, které zkrachovaly, a 79 firem, které nezkrachovaly, dle stejného *SIC (Standard Industrial Code)* a velikosti. Z analýzy, kterou provedl, vyplynulo, že finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy. Hlavní ukazatele jsou obsaženy v tabulce 2.1.

Tabulka 2.1 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
VK/A	klesá
PH/A	klesá
BÚ/CZ	roste
CF/CZ	klesá
PK/A	klesá

Zdroj: Dluhošová (2006)

Taflerův model je založen na ukazatelích odrážejících klíčové charakteristiky platební neschopnosti podniku. Model existuje v základním a modifikovaném tvaru. Podle toho se následně interpretují výsledné hodnoty. Vzhledem k následnému použití je uveden pouze základní tvar modelu.

$$Z_T = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4, \quad (2.19)$$

kde $X_1 = EBT / KZ$, $X_2 = OA / \text{závazky celkem}$, $X_3 = KZ / A$, $X_4 = FM / (PN - ODP)$ a KZ jsou krátkodobé závazky, OA jsou oběžná aktiva, A představuje aktiva celkem, FM pak finanční majetek, PN provozní náklady a ODP odpisy.

Výslednou hodnotu lze interpretovat v případě, že Z_T je nižší než nula, jako velkou pravděpodobnost bankrotu. A v případě, že je Z_T vyšší než nula, pravděpodobnost bankrotu je malá.

Index IN dle Neumaierových byl sestaven na základě 1000 českých podniků a ověření vybraných matematicko-statistických modelů podnikového ratingu. Index odráží zvláštnosti ekonomické situace v ČR a českých účetních výkazů. Vypočte se podle následujícího vzorce

$$IN = V_1 \frac{A}{CZ} + V_2 \frac{EBIT}{\dot{U}} + V_3 \frac{EBIT}{A} + V_4 \frac{T}{A} + V_5 \frac{OA}{KZ + KBU} + V_6 \frac{ZPL}{T}, \quad (2.20)$$

kde V_1 až V_6 jsou váhy přiřazené jednotlivým ukazatelům, A aktiva, CZ cizí zdroje, \dot{U} nákladové úroky, $EBIT$ zisk před daněmi a úroky, T tržby, OA oběžná aktiva, ZPL závazky po lhůtě splatnosti, KZ krátkodobé závazky a KBU krátkodobé bankovní úvěry.

Každému ukazateli je přiřazena váha, která je váženým průměrem hodnot tohoto ukazatele v odvětví. Váhy jednotlivých odvětví jsou součástí přílohy č. 9.

Pro hodnocení finančního zdraví firmy je index vhodný na roční bázi. Jestliže je výsledná hodnota větší než 2, jedná se o podnik s dobrým finančním zdravím. Naopak o finančně slabý podnik se jedná v případě, že je hodnota indexu menší než 1. Pokud se index nachází v intervalu 1 – 2, jedná se o firmu s nevyhraněnými výsledky a s potenciálními problémy, jsou-li hodnoty v nižším pásmu spektra.

2.2.4.2 Ratingové modely

Kralickuv Quick-test se skládá ze soustavy 4 rovnic, na jejichž základě se hodnotí situace v podniku. První dvě se používají pro hodnocení finanční stability a druhé dvě pro hodnocení výnosové situace společnosti.

$$R1 = \frac{VK}{A} \quad (2.21)$$

$$R2 = \frac{(dluhycelkem - PP)}{\text{provozní CF}} \quad (2.22)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{A} \quad (2.23)$$

$$R4 = \frac{\text{provozní CF}}{\text{provozní výnosy}} \quad (2.24)$$

Výsledkům jsou následně přiřazeny bodové hodnoty dle tabulky 2.2.

Tabulka 2.2 Bodování výsledků

Ukazatel	0 bodů	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 – 5	5 – 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Zdroj: Růčková (2007)

Hodnocení firmy je provedeno ve třech krocích, kdy je nejprve zhodnocena finanční stabilita (*FS*). Ta je dána součtem bodové hodnoty *R1* a *R2* dělený 2. Následně je zhodnocena výnosová situace (*VS*) součtem bodové hodnoty *R3* a *R4* dělený 2. Posledním krokem je zjištění celkové situace, která je dána součtem *FS* a *VS* vydělený 2.

Jestliže je kritérium hodnocení větší než 3, firma se nachází v dobré finanční situaci a jedná se o velmi dobrou firmu. Naopak špatné hospodaření firmy znamenají hodnoty nižší než 1. Hodnoty v intervalu 1 – 3 prezentují šedou zónu.

2.3 Dlouhodobý finanční plán

Dlouhodobý finanční plán společnosti bude v práci sestaven v souvislosti s oceněním společnosti, při kterém budou aplikovány výnosové metody. Finanční plán je důležitým nástrojem řízení firmy a splňuje čtyři důležité úlohy:

- pomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivity,
- představuje jasný popis o zdrojích a očekáváních organizace,
- definuje parametry pro řízení systémů,
- ulehčuje hodnocení manažerů a hospodářských jednotek.

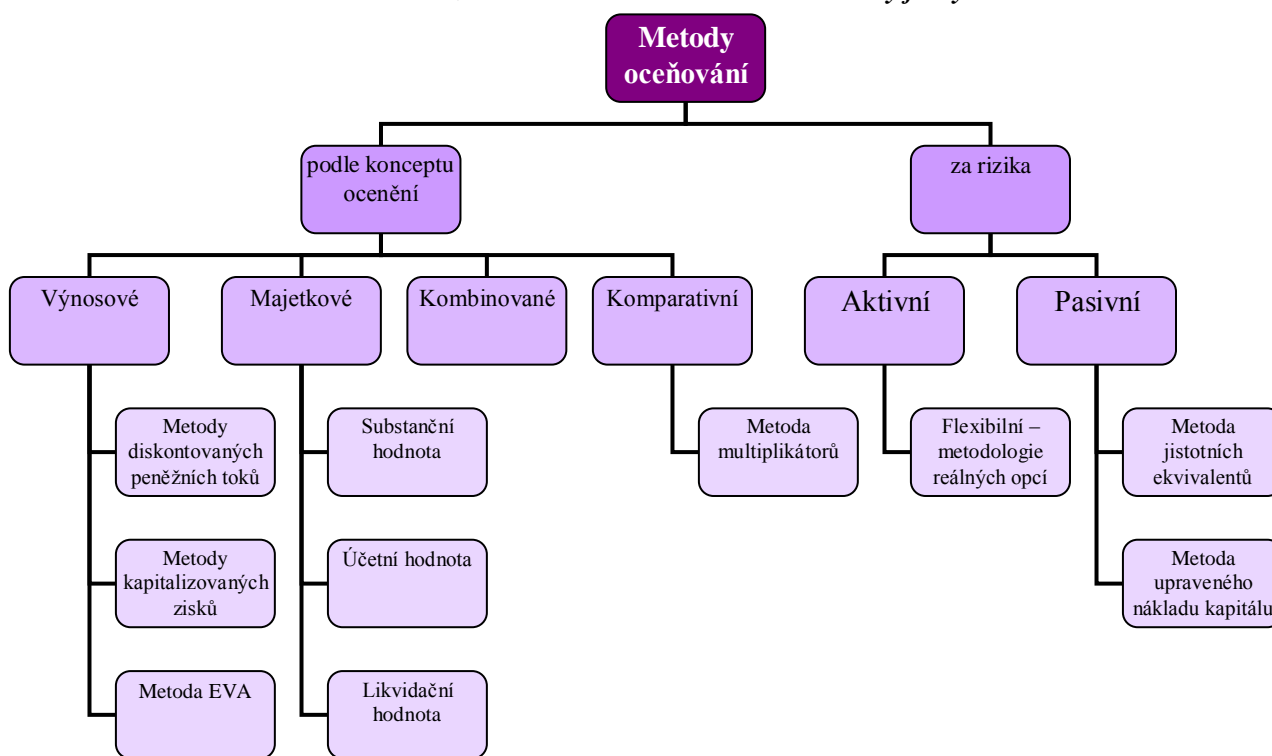
Finanční plány se sestavují pro různá období. Jeden ze stěžních a nejpoužívanějších je roční plán. Dlouhodobý finanční plán je možné zařadit do oblasti taktické a strategické. Jeho hloubka a rozsah jsou pak adaptovány na typ firmy (velikost, organizační členění, technicko ekonomická provázanost), styl řízení, účel jeho tvorby.

Součástí dlouhodobého finančního plánu je rozvaha a výkaz zisku a ztráty, přičemž tento plán vychází z minulých výsledků hospodaření za posledních 4 – 8 let. Je také nutné brát v úvahu budoucí vývoj podniku.

2.4 Metody oceňování podniku

Metod stanovení hodnoty podniku je celá řada a to jak z teoretického tak z praktického pohledu. Volba správné metody rozhodujícím způsobem ovlivní, jestli bude cíl oceňování naplněn. Tato volba je také silně ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Jednotlivá stanoviska k oceňování lze rozdělit podle konceptu ocenění a podle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika. Několik základních metod a jejich další členění lze vidět v následujícím diagramu.

Obrázek 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty firmy



Zdroj: Dluhošová (2006)

2.4.1 Výnosové metody

Tyto metody vycházejí z předpokladu, že hodnota statků je určena očekávaným užitekem (budoucí ekonomické efekty jako zisk, dividendy, finanční toky) pro jeho držitele. Hodnota zde závisí na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladů kapitálu. Do této oblasti patří dvě základní metody oceňování:

- *metoda diskontovaných peněžních toků* – v současné praxi patří k metodám s největším využitím zejména v anglosaských zemích,

- *metoda kapitalizovaných zisků* – vychází účetních principů a využívá se hlavně v kontinentální Evropě, ale i zde dochází k přesunu k metodám založeným na diskontovaných peněžních tocích.

Charakteristika jednotlivých metod **diskontovaných peněžních toků** je znázorněna v tabulce 2.3.

Tabulka 2.3 Metody ocenění kapitálu zadluženého podniku metodami DCF

Metody diskontovaných peněžních toků				
Metoda	DCF - Entity	DCF - Equity	DDM	APV
Forma peněžních toků	FCFF	FCFE	Dividendy	$FCFE_U + \text{daňový štít}$
Náklad kapitálu	WACC	R_E	R_E	$WACC, R_D$
Hodnota	Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota celkového kapitálu

Zdroj: Dluhošová (2006)

V tomto případě je důležité vymezení finančních toků a nákladů kapitálu.

Vymezení volných finančních toků

Pojem volných finančních toků (*FCF*) je obvykle chápán jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, jež jsou generovány majetkem podniku a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu. Podle toho, jak je vymezena kategorie kapitálu, se rozlišují:

Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele FCFF (Free Cash Flow to the Firm) představují veškeré peněžní toky, které firma generuje z aktiv bez ohledu na to, komu jsou určeny. Jsou vztaženy k celkovému kapitálu a lze je vyjádřit takto,

$$FCFF_t = FCFE_t + FCFD_t, \quad (2.25)$$

$$\text{nebo } FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t + \dot{U}_t \cdot (1 - sd). \quad (2.26)$$

Volné finanční toky pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity) jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti a to

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t + S_t - INV_t. \quad (2.27)$$

Volné peněžní toky pro vlastníky (*FCFE*) zahrnují čistý zisk (*EAT*), odpisy (*ODP*), změnu čistého pracovního kapitálu ($\Delta \check{CPK}$) danou rozdílem oběžných aktiv a krátkodobých závazků, saldo dluhu (*S*), tedy rozdíl mezi čerpáním úvěru v daném roce a jeho splátkami, a investice realizované v daném roce (*INV*).

Volné finanční toky pro věřitele FCFD (Free Cash Flow to the Debt), kdy příkladem věřitele mohou být komerční banky, jsou určeny takto

$$FCFD = \dot{U} \cdot (1 - sd) - S, \quad (2.28)$$

kde \dot{U} jsou úroky, *sd* je sazba daně z příjmu, *-S* je saldo z pohledu banky, tedy rozdíl příjmů z inkasovaných splátek dluhu minus výdaje na poskytnuté úvěry.

Stanovení nákladů kapitálu

Všeobecně lze náklady vlastního kapitálu zjistit buď na bázi tržních přístupů nebo metod a modelů vycházejících z účetních dat. Jejich uplatnění závisí hlavně na dostupnosti dat. To je spojeno s tržními podmínkami a vyspělostí finančních trhů. Ze základních metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu jsou použity dva přístupy. Jedná se o model oceňování kapitálových aktiv – *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*) a stavebnicový model.

Model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM*) představuje tržní přístup stanovení nákladů vlastního kapitálu a zejména v anglosaských zemích je často využívaným způsobem stanovení diskontní sazby pro tržní ocenění. Jedná se o rovnovážný model ocenění kapitálových aktiv. Rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Je založen na funkčním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia (rizikového faktoru), jež vyjadřuje riziko celého trhu. Jedná se tedy o jednofaktorový model. Odhad β koeficientu se provádí metodami regresní analýzy. Model *CAPM* – *SML* beta verze,

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.29)$$

kde $E(R_E)$ je střední hodnota očekávaného výnosu vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Zadluženost firmy je nutné zohlednit u beta koeficientu. Beta zadlužené firmy β^L je možné stanovit v závislosti na beta nezadlužené firmy β^U a zadluženosti vlastního kapitálu D/E , jestliže sd je daňová sazba následovně,

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - sd) \cdot \frac{D}{E} \right]. \quad (2.30)$$

To je za předpokladu modelu Miller-Modigliani II.

V případě nákladů na celkový kapitál *WACC* je postup výpočtu obdobný. Základní vzorec modelu bude vypadat následovně,

$$E(R_A) = R_F + \beta_A [E(R_M) - R_F]. \quad (2.31)$$

Stavebnicový model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu vychází z předpokladů modelu MM II., tedy bezriziková sazba dluhu, náklady finanční tísně jsou zanedbány a uvažuje se zdanění zisku.

Náklady celkového kapitálu u nezadlužené firmy ($WACC^U$) jsou pomocí stavebnicové metody vypočteny následovně

$$WACC^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.32)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

$WACC^U$ nejsou konstantní vzhledem k faktorům, které ovlivňují propočet rizikových přírážek, a budou se měnit se změnou rizikových přírážek.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA}

Je-li $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0 \%$, je-li $UZ < 100$ mil. Kč, tak $R_{LA} = 5 \%$ a je-li $UZ > 100$ mil. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, použije se výpočet $R_{LA} = (3mld.Kč - UZ)^2 / 168,2$.

$$(2.33)$$

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$

Tato přírážka je závislá na ukazateli $EBIT/A$, který je porovnáván s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním.

$$X1 = \frac{VK + BU + O}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}. \quad (2.34)$$

Jestliže je $EBIT/A > X1$, tak $R_{podnikatelské} = 0 \%$, pokud $EBIT/A < 0$, pak $R_{podnikatelské} = 10 \%$. Pokud bude $EBIT/A \geq 0$ a zároveň $EBIT/A \leq X1$, tak

$$R_{podnikatelské} = \left(X1 - \frac{EBIT}{A} \right)^2 / (10 \cdot X1^2). \quad (2.35)$$

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$

Vychází se zde z ukazatele celkové likvidity $\frac{OA}{krát.závazky}$, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity (XL). Jestliže je průměr průmyslu $< 1,25$, pak horní hranice $XL = 1,25$, jestliže je průměr průmyslu $> 1,25$, pak $XL =$ průměr průmyslu.

Je-li celková likvidita firmy $> XL$, tak $R_{finstab} = 0 \%$, je-li celková likvidita < 1 , pak $R_{finstab} = 10 \%$. Je-li celková likvidita > 1 a zároveň $< XL$, pak se $R_{finstab}$ vypočte takto,

$$R_{finstab} = (XL - celkoválikvidita)^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2. \quad (2.36)$$

Náklady celkového kapitálu u zadlužené firmy ($WACC$) jsou určeny takto,

$$WACC^L = WACC^U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot sd \right), \quad (2.37)$$

kde $UZ = VK + BU + OBL$, jsou úplatné zdroje, dané součtem vlastního kapitálu (VK), bankovních úvěrů (BU) a obligací (OBL), A jsou aktiva, sd je sazba daně.

Náklady vlastního kapitálu se vypočtou,

$$R_E = \frac{WACC^U \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - sd) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.38)$$

kde UZ jsou úplatné cizí zdroje, A jsou aktiva, \dot{U} jsou úroky, BU bankovní úvěry, OBL obligace a VK je vlastní kapitál a sd je sazba daně.

2.4.1.1 Metoda DCF equity

Jak je již uvedeno v tabulce 2.3 u metody *DCF equity* je oceňován vlastní kapitál. Volné peněžní toky jsou vztaženy k vlastnímu kapitálu *FCFE (Free Cash Flow to the Equity)*. Tyto volné peněžní toky jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E .

V praxi se obvykle předpokládá trvání podniku v neomezeném časovém horizontu, tzv. going concern. V důsledku toho je plánování peněžních toků v jednotlivých letech velmi náročné. Firma však zpravidla prochází odlišnými fázemi vývoje jako různé stavy růstu, poklesu nebo je beze změn. Podle toho, kolik fází se určuje při oceňování firmy, rozlišují se metody na jednofázové, dvoufázové a vícefázové. V práci je použita dvoufázová metoda, kde jsou finanční toky rozděleny do dvou fází. První je zpravidla stanovena na 4 až 6 let, po níž následuje fáze druhá s neomezeným trváním. U fáze první se předpokládá, že situace je lépe předvídatelná a je možné FCF naplánovat relativně přesně, kdežto u fáze druhé lze odhadnout již pouze trend vývoje těchto finančních toků.

Hodnota firmy (V) je dána součtem hodnot těchto fází,

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.39)$$

V první fázi se vypočte hodnota

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + R_1)^t}, \quad (2.40)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky, R_1 jsou náklady kapitálu první fáze. Ovšem vzhledem k tomu, že se R_E mohou v průběhu trvání první fáze měnit, lze je stanovit takto

$$V_1 = \frac{FCF_t}{(1 + R_t)} + \frac{FCF_{t+1}}{(1 + R_t) \cdot (1 + R_{t+1})} + \dots + \frac{FCF_{t+n}}{(1 + R_t) \cdot (1 + R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1 + R_{t+n})}, \quad (2.41)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky, R_t jsou náklady kapitálu v roce t .

V druhé fázi se pracuje s pokračující hodnotou (PH), kterou lze zjistit následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{(1 + R_{T+1})}, \quad (2.42)$$

kde FCF_{T+1} jsou volné peněžní toky ve druhé fázi, R_{T+1} jsou náklady kapitálu ve druhé fázi. Za předpokladu konstantního růstu peněžních toků ročním tempem g lze obecně

$$\text{napsat, } PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_{T+1} - g}.$$

Hodnota ve druhé fázi se pak vypočítá

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + R_1)^T}, \quad (2.43)$$

kde V_2 představuje hodnotu ve druhé fázi, PH je pokračující hodnota, R_1 jsou náklady kapitálu první fáze a T je doba trvání první fáze. Ovšem k možným změnám nákladů kapitálu v průběhu první fáze je možné hodnotu druhé fáze stanovit jako

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + R_1) \cdot (1 + R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1 + R_{t+n})}. \quad (2.44)$$

2.4.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

V případě metody kapitalizovaných čistých výnosů se jedná o výnosovou hodnotu, kterou lze vypočítat z výnosů pouze pro vlastníky, a výsledkem je také přímo hodnota vlastního kapitálu. V závislosti na tom, jak jsou chápány tyto čisté výnosy, jsou rozlišovány dvě základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů. První varianta vychází z toho, že čistý výnos podniku má být určován na základě rozdílů mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků. Je možné ji prakticky ztotožnit s metodou DCF equity. Základní odlišnost druhé varianty spočívá v tom, že čistý výnos je odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílů účetně chápaných výnosů a nákladů.

Vlastní postup je takový, že v prvním případě je nutná analýza a úprava dosavadních výsledků podniku, následně jsou prognózovány budoucí čisté výnosy a propočteny finanční potřeby a korekce čistých výnosů. Dalšími kroky jsou odhad nákladů kapitálu a vlastní propočet výnosové hodnoty, který je možné provést metodou analytickou nebo metodou paušální.

Při úpravách minulých výsledků hospodaření je třeba vydělit všechny významné položky nákladů a výnosů, jež plynou z majetku provozně nepotřebného, přičemž musí platit, že tyto položky byly zúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují. Podstatnější nepravdivé výnosy a náklady by měly být rozloženy na příslušná období a

veškeré náklady a výnosy, které jsou jednorázové, by měly být eliminovány. Všechny účetní výkazy by měly být srovnatelné, tedy pokud by došlo ke změnám např. ve způsobu oceňování zásob, v politice v oblasti rezerv a tvorbě opravných položek, v odpisové politice atp. Z minulých účetních výkazů je třeba vyčlenit vliv plynoucí z konkrétních osob a další faktory jako jsou privátní výdaje podnikatele. Pokud mají provedené úpravy výsledků hospodaření vliv na daně, je nezbytné propočítat i změny v placených daních. Další postup je již odlišný pro každou z možných variant přístupu ocenění, kterými jsou paušální metoda a analytická metoda.

Analytická metoda

U této metody se jedná o postup, kdy je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření, a je tedy obdobou metody DCF. Očekávaný výnos je však kalkulován nikoli z peněžních toků, ale z upravených budoucích hodnot výsledků hospodaření.

Pro ocenění analytickou metodou se vychází z řady odnímatelných čistých výnosů, tj. skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivnitelných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku. Jestliže máme k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů a existuje předpoklad neomezeného trvání podniku, lze použít dvoufázovou nebo třífázovou metodu. V práci je použit dvoufázový přístup, při němž se uplatňuje vzorec

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+R_t)^t} + \frac{\check{C}V_{T+1}}{R_t} \cdot \frac{1}{(1+R_t)^T}. \quad (2.45)$$

Nebo jako podobně u metody DCF-equity při možných změnách nákladů vlastního kapitálu v první fázi,

$$V_n = \frac{\check{C}V_t}{(1+R_t)} + \frac{\check{C}V_{t+1}}{(1+R_t) \cdot (1+R_{t+1})} + \dots + \frac{\check{C}V_{t+n}}{(1+R_t) \cdot (1+R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1+R_{t+n})} + \\ + \frac{\check{C}V_{T+1}}{(1+R_{T+1})} \cdot \frac{1}{(1+R_t) \cdot (1+R_{t+1}) \cdot \dots \cdot (1+R_{t+n})}, \quad (2.46)$$

kde V_n představuje hodnotu vlastního kapitálu, $\check{C}V_t$ je odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T je délka trvání první fáze, tedy délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos, R_t jsou náklady kapitálu v roce t .

Čistý výnos v každém roce je zjištěn ze sestaveného finančního plánu. Náklady kapitálu jsou vypočteny stejným způsobem jako u metody *DCF-equity* a to na základě modelu *CAPM-SML* beta verze a dle stavebnicového modelu, viz kapitola 2.4.1.1.

Paušální metoda

Metoda analytická je založena na analýze minulých výsledků a prognóze do budoucnosti. Ovšem někdy se vyskytnou případy, kdy je jakákoli prognóza obtížná, přičemž se jedná o podniky, jež mají určitou minulost, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. V těchto případech lze uplatnit paušální metodu.

Základem ocenění paušální metodou je výnosový potenciál k datu ocenění a budoucí růstové možnosti nejsou brány v úvahu. Předpokládá se, že dosavadní potenciál je možné udržet investicemi na úrovni odpisů. Odhad trvale odnímatelného čistého výnosu k rozdělení je jádrem ocenění. Lze říci, že metoda v principu odpovídá metodě přímé kapitalizace. Ocenění touto metodou je za předpokladu, že průměrné výnosy za minulost jsou nejlepší dostupnou prognózou do budoucnosti.

Vlastní postup výpočtu tedy vychází z výsledků hospodaření minulých let, který je následně upravován. Nejprve jsou k výsledkům hospodaření přičteny odpisy, zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku, mimořádné náklady a odečteny finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a mimořádné výnosy. Pro výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení je nezbytné všechny upravené výsledky hospodaření za minulost přepočítat na cenovou hladinu k datu ocenění, protože tato metoda je založena na předpokladu stálých cen. Za tímto účelem jsou vypočteny bazické indexy vztažené k datu ocenění z běžných meziročních indexů. Trvalý čistý výnos k rozdělení se stanoví z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření a to jako jejich vážený průměr,

$$TCV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.47)$$

kde TCV představuje trvale odnímatelný čistý výnos, \check{V}_t jsou minulé upravené čisté výnosy, q_t jsou váhy, jež určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu, a K je počet let zahrnutých do výpočtu. Váhy v jednotlivých letech jsou přiřazovány tak, že nejnovější výsledky hospodaření mají nejvyšší váhu a nejstarší výsledky hospodaření mají váhu nejnižší. Následně lze vypočítat

výnosovou hodnotu vlastního kapitálu podniku (V) prostřednictvím vzorce pro věčnou rentu,

$$V = \frac{TCV}{R_t - \text{inf lace}}, \quad (2.48)$$

kde TCV představuje trvale odnímatelný čistý výnos a R_t jsou náklady kapitálu v roce t . Náklady kapitálu jsou počítány pomocí modelu *CAPM-SML* beta verze a dle stavebnicového modelu, viz kapitola 2.4.1.1. Rozdíl je však v tom, že u paušální metody je potřeba tyto náklady očistit o inflaci, protože se zde počítá se stálými cenami.

2.4.2 Majetkové metody

Do majetkových metod lze zařadit metodu účetní, substanční a likvidační hodnoty. Jejich koncept ocenění spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů.

2.4.2.1 Účetní metoda

U metody účetní se vychází ze stavových veličin a hodnota je odvozena z historických cen. Základem je ocenění fixního a oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Netto hodnotou je vlastní kapitál, který se považuje za účetní vlastní kapitál. Nejprve se oceňují zvlášť jednotlivé složky aktiv a součet jejich cen dává souhrnné ocenění aktiv. Po následném odečtení dluhů a závazků lze zjistit hodnotu vlastního kapitálu.

2.4.2.2 Substanční metoda⁵

V případě substanční metody se jedná o souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků a výsledkem této metody je substanční hodnota netto S_n .

$$\begin{aligned} & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ + & \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ = & \text{Substanční hodnota brutto } S_b \\ - & \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ = & \text{Substanční hodnota netto } S_n \end{aligned}$$

Tato metoda má několik předností oproti metodě účetní. Při ocenění položek majetku jsou reflektovány tržní podmínky, protože jsou k ocenění použity reprodukční pořizovací ceny. Pozitivní také je reálnější zobrazení hodnoty majetku podniku. Nedostatkem však je, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu

⁵ DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2006

podniku a opomíjí se hodnota goodwillu, specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku.

2.4.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Podstatou metody likvidační hodnoty je zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku. Předpoklad je takový, že podnik ukončí činnost, budou rozprodána jednotlivá aktiva a splaceny veškeré závazky, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota je spodní hranicí hodnoty podniku.

2.4.3 Kombinované metody

Hodnota je u kombinovaných metod založena na průměru hodnot propočtených podle výše uvedených metod. Výpočet lze obecně vyjádřit jako vážený průměr,

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.49)$$

kde w_i představují váhy přiřazené jednotlivým metodám a V_i hodnota propočtená dle i -té metody.

Využitím této metody je možné částečně odstranit některé nedostatky použitých metod. Např. u substanční metody nejsou zohledněny očekávané výnosy podniku a u metody výnosové zase naopak není zachycena skutečná hodnota využívaného majetku.

2.4.4 Komparativní metody

U komparativní metody jde o odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Srovnání se provádí u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Hodnotu firmy lze stanovit takto,

$$V = \text{obecný ukazatel}_{\text{oceň. firma}} \cdot \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \quad (2.50)$$

Hodnota aktiv (V_A) se vypočte jako účetní hodnota aktiv oceňované firmy násobená multiplikátorem srovnatelné firmy.

$$V_A = \text{úč.hodn.A} \cdot \frac{MV}{BV}, \quad (2.51)$$

kde MV/BV je tržní hodnota firmy k účetní hodnotě firmy a A jsou aktiva.

Hodnotu vlastního kapitálu firmy (V_E) lze vypočíst,

$$V_E = \text{čistý zisk} \cdot \frac{P}{E}, \quad (2.52)$$

kde P/E je poměr tržní ceny akcie k čistému zisku na akcii.

Je nejméně přesná, protože je velmi obtížné najít srovnatelný podnik nebo aktivum, je poměrně snadná. Používá se při ocenění budov, pozemků (srovnatelnost je lepší).

2.4.5 Aktivní metody oceňování

V případě oceňování za rizika, kdy jsou finanční veličiny chápány jako náhodné veličiny a je možné je vyjádřit pomocí rozdělení pravděpodobnosti, lze rozlišovat dvě základní situace. Jedná se o oceňování pasivní a aktivní, s možnými zásahy managementu v budoucnosti (opční přístup).

2.4.5.1 Metodologie reálných opcí

Jak bylo již výše uvedeno u aplikace reálných opcí na ocenění podniku se akceptují a následně také oceňují možné budoucí aktivní zásahy managementu. Jsou zahrnována podmíněná rozhodnutí, která jsou za předem daných okolností činěna a realizována.

Reálné opce lze chápat jako právo na inkasování peněžních toků souvisejících např. s koupí nebo prodejem aktiv podniku. *Opce* je smlouva mezi dvěma subjekty o koupi a prodeji podkladového aktiva za předem stanovenou cenu a v předem stanoveném čase. Jedná se tedy o právo koupit či prodat určité podkladové aktivum v budoucnu za sjednanou cenu. *Podkladové aktivum S* je základ, od kterého se opce odvozuje. Ty mohou být konkrétního typu jako akcie, komodity, dluhopisy, cizí měny, úrokové sazby, nebo typu abstraktního, např. burzovní indexy indexové akcie. *Realizační cena X* vyjadřuje cenu podkladového aktiva, v době realizace za ni dojde ke koupi či prodeji. *Doba splatnosti T* udává konec období, na něhož je opční kontrakt uzavřen. *Vnitřní hodnota VH* neboli *výplatní funkce* závisí na střední hodnotě ceny podkladového aktiva a jeho trajektorii a udává velikost výplaty v momentu využití opce.

Základní rozdělení opcí

- Podle *typu opce* se člení na *Plain Vanilla*, těmi jsou *call a put opce*, a *exotické opce*. Zatímco call opce zajišťují právo v budoucnu podkladové aktivum koupit, put opce dávají jejímu majiteli právo podkladové aktivum v budoucnu prodat.
- Dle *momentu využití opce* se rozlišují *opce evropské*, které lze využít pouze v momentu realizace, *opce americké*, *bermudské a swing opce*. Jestliže je možné opci využít kdykoli do doby zralosti, jedná se o opci americkou. Bermudskou opci je možné využít v určitém intervalu mezi uzavřením kontraktu a realizací. A

v případě swing opce je stanoveno několik momentů (intervalů), kdy lze opci do doby realizace využít.

Oceňování opcí

Při oceňování opcí se využívají tři základní skupiny metod. K analytickým metodám patří např. Black-Scholesův model, Blackův model a jiné. Další skupinou jsou metody numerické, kde se řadí modely binomické, trinomické a multinomické. A poslední metodou je simulace Monte Carlo. V dalším textu bude blíže popsán binomický model, protože právě ten je aplikován v praktické části diplomové práce.

Binomický model je velmi rozšířený, lze za jeho pomoci řešit složité opce, složité výplatní funkce a podmínky. Je to model diskrétní, kdy je cena opce odvozena pouze v určitých časových okamžicích, přičemž období jsou vždy stejně dlouhá. Vývoj aktiv je aproximován binomickým modelem a výsledkem jsou vždy jen dvě možnosti. Nevýhodou je, že jde právě o aproximativní metodu a výsledek není naprosto přesný, zahrnuje vždy určitou chybu.

Binomické modely vycházejí z následujících předpokladů:

- a) nemožnost arbitráže,
- b) existence dokonalých trhů,
- c) platnost zákona jedné ceny,
- d) rizikově neutrální přístup.

Za předpokladu velmi jednoduchého pravděpodobnostního modelu chování podkladového aktiva, kdy se jeho cena bude měnit jen v diskrétních časových okamžicích, mohou nastat tyto situace. Cena podkladového aktiva může v následujícím období s pravděpodobností p^u vzrůst z počáteční hodnoty S_t na $S_{t+dt}^u = S_t \cdot u$ nebo klesnout s pravděpodobností p^d , či $1 - p^u$ na $S_{t+dt}^d = S_t \cdot d$. Index růstu a poklesu podkladového aktiva jsou označeny u a d a jejich součet se rovná 1. Následující vztahy platí při předpokládaných multiplikativních vazbách.

$$u = e^{\sigma\sqrt{dt}}, \quad (2.53)$$

$$d = e^{-\sigma\sqrt{dt}}, \quad (2.54)$$

$$d = \frac{1}{u}, \quad (2.55)$$

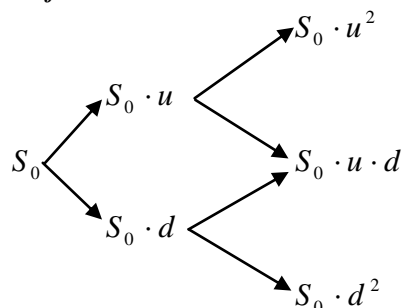
$$p^u = \frac{(1 + R_F)^{dt} - d}{u - d}, \quad (2.56)$$

$$p^d = 1 - p^u, \quad (2.57)$$

kde e je Eulerovo číslo, σ je směrodatná odchylka podkladového aktiva, dt vyjadřuje délku diskrétního okamžiku a R_F bezrizikovou sazbu.

V grafu 2.1 je zobrazen vývoj podkladového aktiva ve třech obdobích, přičemž je použito vyjádření formou SVAZU.

Graf 2.1 Obecné znázornění binomického modelu – určení ceny na tři období



Reálné opce

Relativně novým přístupem je při investičním rozhodování a určování hodnoty firmy aplikace metodologie reálných opcí. Jedná se tedy o použití metodiky finančních opcí na reálná aktiva podniku a odvětví. Reálnými opcemi se chápe flexibilní přístup při finančním rozhodování o reálných aktivech při strategickém rozhodování nefinančních institucí. Jak již bylo uvedeno, oproti pasivním finančním strategiím se uvažují aktivní manažerská rozhodnutí a zásahy v budoucnosti.

Obvykle se při oceňování reálných opcí jedná převážně o americký typ opce, a proto je k řešení vhodné použít diskrétní binomický model. Reálné opce lze členit z různých hledisek, ale tím nejdůležitějším je dělení dle typu aktivního zásahu. Jde pak o opce na rozšíření, zúžení, pozastavení, zrušení, odložení atp.

Mezi finančními a reálnými opcemi existují rozdíly i přesto, že metodologie oceňování je podobná. Jednotlivé parametry, které charakterizují finanční opci (na akcii) a reálnou call opci (ocenění vlastního kapitálu), jsou porovnány v tabulce 2.4.

Tabulka 2.4 Srovnání finanční opce a reálné call opce

Název parametru	Finanční opce na akcii		Reálná opce hodnoty VK	
Podkladové aktivum	S_t	aktuální tržní cena akcie	THA	aktuální tržní hodnota aktiv
Realizační cena	X	dohodnutá cena podkladového aktiva	D	nominální hodnota dluhu
Doba splatnosti	T	doba trvání kontraktu	T	doba trvání firmy
Bezriziková úroková sazba	R_F	bezriziková úroková sazba	R_F	bezriziková úroková sazba
Volatilita podkladového aktiva	σ	volatilita akcie	σ_A	volatilita aktiv
Vnitřní hodnota	VH	$VH_t = \max(S_t - X; 0)$	VH	$VH_t = \max(A_t - D; 0)$
Cena opce (opční prémie)	c	cena opce	V_E	hodnota vlastního kapitálu

Zdroj: Dluhošová (2006)

Postup pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu firmy jako reálné opce amerického typu binomickým modelem na bázi replikační strategie je následující.

Jak je patrné z tabulky 2.4 podkladovým aktivem reálné call opce jako hodnoty vlastního kapitálu je tržní hodnota aktiv. Aby bylo možné vyjádřit tuto tržní hodnotu, je nezbytné vycházet z peněžních toků pro vlastníky i věřitele $FCFF$. Jejich výchozí hodnota bude stanovena dle vzorce (2.26). Další vývoj $FCFF$ pro jednotlivé roky a uzly bude stanoven takto,

$$FCFF_{t,n}^u = FCFF \cdot u^n \quad (2.58)$$

$$FCFF_{t,n}^d = FCFF \cdot d^n \quad (2.59)$$

Koeficienty růstu a poklesu se vypočtou s využitím směrodatné odchylky (σ) $FCFF$ odhadnuté z minulého vývoje za použití vzorců (2.53) a (2.54).

Pak je již možné odhadnout vývoj tržní hodnoty aktiv THA vyjádřeným jako perpetuita takto,

$$THA_t = \frac{FCFF_t}{WACC_t}, \quad (2.60)$$

kde $FCFF$ jsou volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele a $WACC$ jsou náklady celkového kapitálu.

Call opce na aktiva firmy je vlastněna jejími akcionáři a realizační cena opce odpovídá nominální hodnotě dluhu v době jeho splatnosti. Akcionáři uplatní svou opci a vyplatí věřitelům dluh (tj. realizační cenu) v případě, že je v době splatnosti dluhu tržní hodnota aktiv vyšší než hodnota tohoto dluhu. Vnitřní hodnotu opce, tj. hodnotu vlastního kapitálu představuje rozdíl mezi tržní hodnotou aktiv a hodnotou dluhu. Výplatní funkci v době splatnosti dluhu (vnitřní hodnotu opce neboli hodnotu vlastního kapitálu) lze vyjádřit,

$$VH_T = \max(THA_T - D_T; 0), \quad (2.61)$$

kde VH představuje vnitřní hodnotu, THA je tržní hodnota aktiv, D je nominální hodnota dluhu (cizí kapitál) a T je doba splatnosti dluhu.

Posledním krokem je zjištění hodnoty vlastního kapitálu. U americké opce se uplatňuje postup od konce k počátku. V době realizace platí, že se vnitřní hodnota opce rovná její ceně, v případě reálné opce pak hodnotě vlastního kapitálu. Následně je rekurentním zpětným postupem v každém uzlu propočtena hodnota vlastního kapitálu. Vzhledem k možnosti využití této opce v jakémkoli okamžiku do doby realizace je použit

vzorec (2.62). Na počátku binomického stromu je hledaná hodnota vlastního kapitálu firmy.

$$VK_t = \max \left[(p^u \cdot VK_{t+dt}^u + p^d \cdot VK_{t+dt}^d) \cdot (1 + R_F)^{-dt}; VH_t \right], \quad (2.62)$$

kde, VK_t je hodnota vlastního kapitálu v čase t , p^u je pravděpodobnost růstu, p^d je pravděpodobnost poklesu, VK_{t+dt}^u je hodnota vlastního kapitálu při růstu v čase $t +$ délka diskrétního okamžiku dt , R_F je bezriziková sazba.

3 Finanční analýza a návrh dlouhodobého finančního plánu firmy

Tato kapitola je zaměřena na finanční analýzu a návrh dlouhodobého finančního plánu včetně seznámení s oceňovanou společností. V kapitole 3.1 bude představena společnost Letiště Praha, a.s. Kapitola 3.2 je zaměřena na finanční analýzu společnosti, kde je provedena jak analýza účetních výkazů a vypočteny poměrové ukazatele, tak je posuzována celková finanční situace firmy prostřednictvím souhrnných finančních modelů. V poslední části 3.2 je sestaven dlouhodobý finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty na období 2009 – 2013.

3.1 Charakteristika společnosti Letiště Praha a.s.

Letiště Praha, a.s. je provozovatelem letiště Praha / Ruzyně, největšího mezinárodního letiště v České republice a druhého největšího ve Střední Evropě. Hlavním posláním Letiště Praha je efektivně a bezpečně provozovat mezinárodní civilní letiště Praha / Ruzyně, pečovat o jeho růst a vytvářet tak podmínky pro rozvoj letecké dopravy v České republice a tím umožnit klientům cestovat moderním, rychlým a komfortním způsobem. Neméně důležitou činností je poskytovat návazné služby cestujícím i ostatní veřejnosti, leteckým společnostem, přepravicům a dalším uživatelů letiště, a to buď přímo, nebo prostřednictvím společností působících na letišti.

Identifikační údaje:

Obchodní firma	Letiště Praha, a. s.
Sídlo	Praha 6, K Letišti 6/1019, PSČ 160 08
Identifikační číslo	282 44 532
Právní forma	Akciová společnost
Základní kapitál	25 122 271 000,- Kč

Do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze oddíl B, vložka 14003S, byla společnost zapsána 6.února 2008.

Společnost Letiště Praha, a. s. vznikla v únoru 2008 v rámci privatizační transformace ze státního podniku Správa Letiště Praha, s.p. K 1. 12. 2008 došlo v souladu s usnesením vlády České republiky číslo 888 ze dne 9. července 2008 k vložení téměř veškerého majetku státního podniku Správa Letiště Praha s.p. do základního kapitálu akciové společnosti Letiště Praha. K tomuto dni Letiště Praha, a. s., převzala veškerá práva a povinnosti stávajícího státního podniku, jakož i zaměstnance, podnikatelská povolení, certifikace, licence i všechny procesy a zdroje potřebné pro fungování letiště.

Jediným akcionářem akciové společnosti je Česká republika - Ministerstvo financí. Orgány akciové společnosti tvoří pětičlenné představenstvo a dozorčí rada. Zbytkový státní podnik Správa Letiště Praha, s.p. od 1. 12. 2008 spravuje pouze majetek nezahrnutý do privatizační transformace, tj. právní vztahy k ponechaným pozemkům dotčeným restitucemi, případně duplicitními zápisy.

Předmět podnikání:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona,
- ostraha majetku a osob a služby soukromých detektivů,
- provozování veřejného mezinárodního letiště Praha/Ruzyně,
- údržba a opravy leteckých pozemních zařízení,
- podnikání v elektronických komunikacích,
- obchod s elektřinou,
- distribuce elektřiny,
- rozvod tepelné energie,
- výroba tepelné energie,
- výkon zeměměřických činností,
- opravy silničních vozidel,
- klempířství a oprava karoserií,
- zednictví,
- zámečnictví, nástrojařství,
- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany,
- výroba, instalace, opravy elektrických strojů a přístrojů, elektronických a telekomunikačních zařízení,
- montáž, opravy, revize a zkoušky elektrických zařízení,
- montáž, opravy a rekonstrukce chladicích zařízení a tepelných čerpadel,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,
- montáž, opravy, revize a zkoušky plynových zařízení a plnění nádob plyny,
- poskytování technických služeb k ochraně majetku a osob,
- výroba tepelné energie a rozvod tepelné energie, nepodléhající licenci realizovaná ze zdrojů tepelné energie s instalovaným výkonem jednoho zdroje nad 50 kW,
- poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci,
- montáž, opravy, revize a zkoušky tlakových zařízení a nádob na plyny,
- vodoinstalatérství, topenářství,

- hostinská činnost,
- silniční motorová doprava - nákladní vnitrostátní provozovaná vozidly o největší povolené hmotnosti nad 3,5 tuny, vnitrostátní příležitostná osobní, vnitrostátní veřejná linková, vnitrostátní zvláštní linková.

Cílem společnosti je přispět k zajištění trvalého rozvoje civilní letecké dopravy v ČR, udržet její dostupnost pro širokou veřejnost a minimalizovat její dopady na okolí letiště. I proto bylo v září 2008 podepsáno Memorandum o spolupráci v oblasti optimalizace provozní efektivnosti a ochrany životního prostředí mezi Správou Letiště Praha, s.p., Řízením letového provozu ČR a Českými aeroliniemi, a.s. České civilní letectví tak v době globální krize letecké dopravy vyvolené zpomalením světové ekonomiky aktivně reagovalo na požadavek úzké partnerské spolupráce v rámci letectví. Tento krok zároveň významně přispěl k nastavování procesů vedoucích ke zlepšování životního prostředí.

Letiště Praha organizuje a řídí provoz na mezinárodním civilním letišti Praha / Ruzyně, přiděluje letištní kapacity jednotlivým leteckým společnostem a pronajímá letištní prostory ke komerčnímu využití. Kromě provozování letiště a poskytování služeb společnost působícím na letišti společnost sama poskytuje služby veřejnosti, mezi které patří zejména odbavování cestujících a jejich zavazadel, provozování parkovišť a provoz restauračního zařízení. Na Letišti Praha / Ruzyně v současné době působí tři bázovaní dopravci – České aerolinie, Travel Servis a Wizzair.

Letiště Praha zajišťuje vlastními silami i bezpečnost letecké dopravy, a to včetně souvisejících činností, kterými jsou bezpečnostní kontrola cestujících, ostraha letiště, záchranná a požární služba. Neméně významné je zajištění provozní bezpečnosti. Letiště Praha / Ruzyně již v roce 2006 prošlo certifikačním procesem Úřadu pro civilní letectví a získalo Osvědčení způsobilosti letiště (Aerodrome Certificate). Tento proces klade přísné požadavky na soulad provozního zabezpečení a odborné způsobilosti letištního personálu se standardy stanovenými Mezinárodní organizací pro civilní letectví (ICAO) tak, aby byla zajištěna vysoká míra provozní bezpečnosti.

Letiště Praha s výjimečnou lokalitou ve středu Evropy nabývá na významu také jako přestupní uzel. Dlouhodobému růstu výrazně pomohl vstup České republiky do Evropské unie v roce 2004 a do schengenského prostoru. Od konce března 2008 probíhá odbavení do zemí Schengenu již bez celních a pasových kontrol. Největším dopravcem jsou České aerolinie, které pokrývají téměř polovinu trhu. Nejrychleji se rozvíjí nízkonákladová přeprava.

Letiště Praha, a. s. úzce spolupracuje zejména s Ministerstvy financí a dopravy České republiky, Úřadem pro civilní letectví, Řízením letového provozu České republiky, leteckými dopravci, s orgány veřejné správy v sektoru letectví i mimo něj, s uživateli letiště a v neposlední řadě s hlavním městem Prahou a obcemi ležícími v blízkosti letiště.

Statistika výkonů letišť sleduje naturální ukazatele u subjektů zařazených do odvětví vedlejších a pomocných činností v dopravě (OKEČ 63). V České republice je v současné době celkem 91 různě velkých veřejných i neveřejných letišť, z toho 6 je vojenských a 4 jsou velká mezinárodní letiště (Praha-Ruzyně, Brno-Tuřany, Ostrava-Mošnov a Karlovy Vary), která podle Nařízení EP a Rady (ES) č. 437/2003 o statistickém vykazování letecké přepravy cestujících, věcí a pošty mají vykazovací povinnost, neboť odbaví ročně více než 15 000 cestujících. Dalších 5 letišť má také statut veřejného mezinárodního letiště (Pardubice, Kunovice, Olomouc, Klatovy a Mnichovo Hradiště), ovšem využívají se hlavně pro nepravidelnou leteckou dopravu. Více než šedesát letišť využívají zejména sportovní letci anebo majitelé malých soukromých letadel. Poslední kategorií letišť v České republice tvoří neveřejná letiště, sloužící pouze úzce vymezenému okruhu uživatelů.

Tabulka 3.1 Výkony letišť v České republice

Ukazatel	2000	2005	2006	2007	2008
Odbavené osoby celkem (tis.)	5 786	11 433	12 329	13 314	13 629
v tom v přepravě:					
vnitrostátní	98	192	379	257	161
mezinárodní	5 688	11 242	11 951	13 057	13 469
Odbavený náklad celkem (t)	37 674	56 850	60 475	61 208	56 392
v tom v přepravě:					
vnitrostátní	871	1 255	2 152	2 039	1 016
mezinárodní	36 803	55 595	58 324	59 169	55 376

Zdroj: Statistická ročenka České republiky 2009

Tabulka 3.1 obsahuje výkony letišť v České republice. V roce 2008 odbavila výše zmiňovaná letiště s vykazovací povinností 13,6 mil. cestujících, což bylo o 7,84 mil. cestujících více než v roce 2000 (růst o 135,54 %). V tabulce je také uvedeno, kolik osob a tun bylo odbaveno pro vnitrostátní a mezinárodní dopravu.

3.1.1 Historie

Dne 5. dubna 2007 uplynulo 70 let od přistání prvního letadla na letišti v Praze-Ruzyni, které bylo ve 30. letech minulého století vybudováno tak velkoryse, že mohlo i při bouřlivém rozvoji letectví sloužit plných 30 let.

Za výstavbu a koncepční řešení přistávacích ploch získalo letiště v Praze-Ruzyni Zlatou medaili na Světové výstavě v Paříži v roce 1937. Na svou dobu unikátní byla délka

pěti travnatých přistávacích drah (až 1 200 m) a zpevněná odbavovací plocha 110 x 140 m. Letiště mělo zpočátku rozlohu 108 ha, po roce 1937 byla jeho plocha již trojnásobně větší.

1937–1939 – I. výstavba

Travnaté povrchy vzletové a přistávací dráhy byly v tomto období nahrazeny zpevněným povrchem a byly prodlouženy. Do okupace v březnu 1939 byl vybudován základní dráhový systém ve tvaru trojúhelníku a upraven terén celé letištní plochy.

1940

V období druhé světové války, v roce 1940, byla v Jenči dokončena výstavba vysílacího ústředí, které zajišťovalo spojení s letadly, meziletištní spojení, vysílání oblastních i národních povětrnostních zpráv. Správu letiště v Praze-Ruzyni provozoval již od roku 1939 německý vojenský Fliegehorst.

1945

Od osvobození Československa 9. května 1945 byly započaty práce na uvedení civilního letiště v Praze-Ruzyni opět do trvalého provozu.

1946

První mezikontinentální spojení se uskutečnilo 10. dubna 1946. Tehdy nejmodernější dopravní letadlo Lockheed L-049 Constellation letecké společnosti Pan American World Airways (PAA) přiletělo z Bruselu na zkušební trati New York–New Foundland–Shannon–Londýn–Brusel–Praha–Vídeň–Kalkata. Zástupci PAA označili letiště v Praze-Ruzyni za „nejlepší dopravní letiště na evropském kontinentě“.

1947–1948

Byla zahájena výstavba paralelní vzletové a přistávací dráhy směrem na SV a JZ.

1949

Začala modernizace ruzyňského letiště, vzletové a přistávací dráhy byly prodlouženy a současně byl doplněn systém pojezdových drah. Výstavba světelného zabezpečovacího zařízení vysoké svítivosti umožnila noční provoz a vzlety a přistání za zhoršených povětrnostních podmínek.

1956

Nový letecký zákon právně ustavil leteckou dispečerskou službu pro výkon řízení letového provozu.

1959

V padesátých letech začal provoz proudových a turbovrtulových letadel, který zvýšil nároky na zimní údržbu plochy, dráhy musely být rozšířeny a prodlouženy. V roce

1959 byla jejich délka 3 350 m. Byly vybaveny moderním světelným a rádiovým zabezpečením.

1961–1968 – II. výstavba

Severně od původního areálu bylo vybudováno nové letiště – areál Sever. Byl rozšířen a přepracován systém vzletových drah – byly prodlouženy až na 4 300 m – a byly nově vystavěny budova přípravy posádek a technický blok s věží technické kontroly. Nová odbavovací budova o půdorysu 104 x 72 m s kapacitou cca 2 300 000 cestujících za rok byla otevřena 15. června 1968.

1972

Byla otevřena budova Technický blok – pracoviště Oblastní služby řízení letového provozu, nová letištní řídicí věž, technický sál s nahrávacími soupravami pro radiokorespondenci a pozorovatelná Letecké meteorologické služby Praha.

1976

Byl zprovozněn nový objekt letecké meteorologické stanice.

1984

Byla ukončena rekonstrukce provozních ploch letiště, komunikačního letištního systému a parkoviště, jejich celková plocha vzrostla na 1 602 576 m². Byla zahájena rekonstrukce fasády původní odbavovací budovy. Rekonstrukce byla ukončena v roce 1986.

1989–1993 – III. výstavba

Proběhla rekonstrukce a přístavba odbavovací budovy – Terminál Sever 1. Její východní část byla určena pro zahraniční odlety, západní část pro přílety. Zvýšila se kapacita odbavení cestujících, kteří měli možnost odbavit se u jedné z 19 přepážek provozovaných Českými aeroliniemi, a k dispozici bylo 9 pracovišť celní kontroly a 8 pracovišť pasové kontroly.

1995–2002 – IV. výstavba

V roce 1995 byla zahájena stavba nového odbavovacího komplexu, přestavba odbavovací budovy areálu Sever z roku 1968 a parkoviště. Provoz první části nového odbavovacího komplexu prstu B byl zahájen 14. května 1996. Vlastní odletová část Terminálu Sever 1 byla zprovozněna 3. června 1997 a cílový stav odbavení byl stanoven na 4 800 000 cestujících za rok. V roce 1997 vznikl Terminál Jih určený pro všeobecné letectví. V roce 1998 byly uvedeny do provozu moderní cargo terminál, odmrazovací stojánka, patrové garáže, objekt Policie České republiky a byla zmodernizována letištní řídicí věž.

1999

Zástavbou odbavovacího prostoru v Terminálu Sever 1 byla vytvořena odbavovací pracoviště, rozšířeno zařízení pro třídění zavazadel a zprovozněn nový detekční bezpečnostní systém ke kontrole zavazadel.

2002

V roce 2002 byla dokončena výstavba Parkingu C jako největšího poschodového parkování ve střední Evropě, které nabízí přes 3 000 parkovacích míst. Do provozu byl uveden prodloužený prst B s nástupními prosklenými mosty a pohyblivým chodníkem. Skončila rekonstrukce odbavovací budovy, která získala holandský zavazadlový „karusel“.

2003–2006 – V. výstavba

Dne 26. června 2003 byla zahájena výstavba Terminálu Sever 2.

2004

Od 1. července 2004 se letiště v Praze-Ruzyni osamostatnilo od regionálních letišť a správy letišť v Brně, Ostravě a Karlových Varech byly předány pod správu krajů.

2005

V květnu 2005 letiště v Praze-Ruzyni získalo první místo v mezinárodní soutěži World Airport Awards 2005 v sekci Nejlepší letiště střední/východní Evropy. V září 2005 se obchodní název Česká správa letišť, s.p., změnil na Letiště Praha, s.p.

2006

Dne 13. ledna 2006 byla otevřena veřejná část Terminálu Sever 2, která umožnila výrazně zvýšit kapacitu letiště. Terminál Sever 2 využívají cestující ze zemí Evropské unie podle režimu Schengenské dohody. Branami letiště v tomto roce prošlo 11,6 mil. cestujících. Terminál Sever 2 je navržen tak, aby bylo možné jeho kapacitu postupně zvyšovat přidáním dalších nástupních mostů a vybudováním nového odbavovacího prstu D, případně E.

2007

V Terminálu 2 byla zahájena výstavba 6 nových nástupních mostů. 1. dubna byla spuštěna 1. etapa nového podnikového informačního systému v rámci projektu ERPort. V areálu letiště otevřen hotel Courtyard by Marriott Prague Airport. 1. června byl pro veřejnost otevřen nový krytý Parking D s 850 stáními. V srpnu Letiště Praha získalo nejvyšší ocenění v celosvětové anketě cestujících World Airport Awards jako nejlepší letiště ve střední a východní Evropě. Odbavovací kapacitu Letiště Praha významně rozšířilo 6 nových odletových východů k letadlům v hodnotě 355 mil. Kč, vybavených

nástupními mosty. Letiště Praha se zapojilo do ověřování provozních vlastností přístroje EMILI 1, který identifikuje podstatu přepravovaných tekutin.

3.1.2 Transformace společnosti

Vznik společnosti Letiště Praha, a.s. je nedílně spojen s procesem privatizační transformace státního podniku Správa Letiště Praha, s.p. realizovaných podle zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby ve dvou krocích.

Vláda České republiky svým usnesením č. 1035 ze dne 12. září 2007 schválila postup k zajištění transformace a privatizace státního podniku Letiště Praha.

Na základě toho Letiště Praha, s.p., zpracovalo první zakladatelský privatizační projekt na část majetku Letiště Praha, s.p., umožňující založení a vznik společnosti Letiště Praha, a. s., se základním kapitálem 2 mil. Kč a rezervním fondem ve výši 200 tisíc Kč.

Vláda České republiky následně svým usnesením č. 1244 ze dne 7. listopadu 2007 rozhodla o privatizaci majetku Letiště Praha, s.p., podle § 10 odst. 1 zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby, ve znění pozdějších předpisů, a to vložením majetku ve výši 2,2 mil. Kč do takto vzniklé obchodní společnosti Letiště Praha, a. s.

Letiště Praha, a. s., byla založena Ministerstvem financí České republiky jako jediným zakladatelem na základě zakladatelské listiny ze dne 17. prosince 2007 sepsané ve formě notářského zápisu. Akciová společnost vznikla 6. února 2008 zápisem do obchodního rejstříku.

Současně byl v období od září 2007 připravován druhý zakladatelský privatizační projekt na část majetku Letiště Praha, s.p. tak, aby v průběhu prvního pololetí 2008 mohlo být vydáno druhé rozhodnutí o privatizaci majetku na nepeněžitý vklad majetku do již vzniklé společnosti Letiště Praha, a. s. Dále bude rozhodnutí o privatizaci obsahovat údaje o jmenovité hodnotě akcií, formě a podobě akcií.

Druhý zakladatelský privatizační projekt byl postoupen k posouzení na Ministerstvo financí České republiky 30. listopadu 2007 v souladu s usnesením vlády České republiky č. 1035 ze dne 12. září 2007.

Dne 6. února 2008 došlo k přejmenování státního podniku Letiště Praha, s.p. na Správa Letiště Praha, s.p. Jednalo se o další krok v transformačním procesu, který v tomto případě zahrnoval přípravu na zápis akciové společnosti Letiště Praha do obchodního rejstříku a současně na fungování budoucího zbytkového státního podniku.

V rámci přípravy privatizace majetkové účasti státu v nově vzniklé společnosti Letiště Praha, a. s., vyhlásilo Ministerstvo financí České republiky jako zadavatel veřejnou zakázku malého rozsahu s názvem „Provedení zevrubné analýzy vhodnosti, rozsahu a způsobu privatizace majetkové účasti státu ve společnosti Letiště Praha, a. s.“. Cílem této analýzy bylo vypracovat doporučení nejvhodnější varianty způsobu a rozsahu privatizace, včetně jejího předběžného harmonogramu. V rámci uvedené veřejné zakázky byla ke zpracování této analýzy vybrána společnost Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Výsledky analýzy byly předloženy Ministerstvu financí České republiky v březnu 2008 s cílem předložit vládě materiál k rozhodnutí o dalším postupu do konce prvního pololetí 2008.

Podrobnější popis významných událostí v procesu transformace společnosti je v příloze č. 1.

3.1.3 Poskytované služby

Letecký obchod a provoz

V současné době na Letišti Praha působí 50 leteckých společností, které zajišťují pravidelná letecká spojení, další desítky pak nabízejí charterovou přepravu, a 6 cargo dopravců. Svou bázi má na Letišti Praha národní dopravce České aerolinie, dále pak český Travel Service a maďarský Wizzair. Obchodní politika Letiště Praha v oblasti rozvoje sítě destinací i posilování frekvence spojení na stávajících linkách je velmi aktivní a efektivní. Zahrnuje transparentní cenotvorbu s otevřeným přístupem ke všem leteckým společnostem, dále denní komunikaci se zástupci dopravců zahrnující poskytování analýz, statistických údajů, informací o destinaci i propojování se společnostmi z oblasti cestovního ruchu.

Handling

Letiště Praha zajišťuje služby odbavení cestujících a jejich zavazadel i pozemní odbavení letadel pro řadu leteckých společností. K nejvýznamnějším z nich patří na Letišti Praha bázované aerolinky – Travel Service, Wizzair, Ryanair a z charterových dopravců Tunis Air. Letiště Praha dále spolupracuje s dvěma externími handlingovými společnostmi – ČSA Handling a Menzies Aviation.

Neletecké komerční aktivity

Podíl výnosů z obchodních aktivit, které doplňují servis pro cestující na letišti, se postupně zvyšuje a jeho význam v globálním měřítku narůstá. Mezi nejčastější služby využívané na letišti patří zaparkování vozu před odletem, občerstvení se v některé z

restaurací, nákup v obchodech, relaxace a pro náročnou klientelu jsou připraveny VIP služby.

Restaurace a obchody

Na Letišti Praha mají cestující aktuálně k dispozici nabídku více než 30 restaurací - od mezinárodních řetězců rychlého stravování, přes pizzerie až po gastronomická zařízení na vysoké úrovni. Vybírat si mohou také ze sortimentu více než 70 obchodů zaměřených na módu a doplňky, parfémy, nápoje, hračky atd.

Parkování

Letiště Praha nabízí široké spektrum parkovacích možností přímo na letišti. Nabídka zahrnuje krátkodobé parkování přímo před terminály, dlouhodobé parkování v krytých parkovacích domech a také VIP hlídané parkování s doplňujícím servisem.

VIP služby

VIP služby Letiště Praha zajišťuje ve svých VIP salóncích Club Continental a Club Evropa. Jejich principem je soukromí a pohodlí pro náročnou klientelu. Základem VIP služeb je odbavení cestujících přímo v prostoru salónku a samostatný odvoz k letadlu. VIP služby Letiště Praha byly s velmi kladnou odezvou využívány účastníky akcí v rámci předsednictví České republiky v EU.

Bezpečnost

Letiště Praha zajišťuje také bezpečnostní kontrolu cestujících, ostrahu areálu celého letiště a má specializovanou jednotku hasičů. Zdravotní záchrannou službu v režimu 24H zabezpečuje smluvní partner.

Ostatní služby

Informační servis Letiště Praha funguje 24 hodin denně a je dosažitelný jak telefonicky, tak i na viditelně označených informačních přepážkách v Terminálu 1 a 2. Mezi další služby zajišťované smluvními partnery Letiště Praha patří např. pošta, bankomaty, směnárny či ubytování v hotelech v areálu letiště.

3.1.4 Vývoj provozních výkonů

Letiště Praha získalo za rok 2008 ocenění nejlepší letiště východní Evropy v soutěži World Airport Awards. V roce 2009 byly provozní výsledky Letiště Praha významně ovlivněny průběhem ekonomické krize a jejími dopady na oblast letecké dopravy. Především v prvním čtvrtletí roku 2009 došlo k redukci nabízených letů ze strany leteckých společností. Rok 2009 byl nakonec pro Letiště Praha srovnatelný s vývojem na stejně velkých evropských letištích a to i přes jednorázový negativní dopad z

krachu bázané společnosti SkyEurope. Závěrem roku byl již díky vyšší vytíženosti letů zaznamenán nárůst počtu cestujících ve srovnání s předchozím rokem. V tomto roce se očekává pokračování tohoto trendu, jak už naznačují čísla za leden 2010.

Následující tabulka zobrazuje vývoj provozních výkonů a jejich meziroční změnu za období 2001 – 2008.

Tabulka 3.2 Provozní výkony Letiště Praha, a.s.

Ukazatel	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Počet odbavených cestujících	6 098 742	6 314 653	7 463 120	9 696 413	10 777 020	11 581 511	12 436 254	12 630 557
meziroční růst %	9,80%	3,50%	18,20%	29,90%	11,10%	7,50%	7,40%	1,60%
Počet pohybů letadel	97 542	103 904	115 756	144 962	160 213	166 346	174 662	178 628
meziroční růst %	3,60%	6,50%	11,40%	25,20%	10,50%	3,80%	5,00%	2,30%
Počet tun přistání	2 246 126	2 374 268	2 744 070	3 607 407	3 973 079	4 129 256	4 461 887	4 622 731
meziroční růst %	4,30%	5,70%	15,60%	31,50%	10,10%	3,90%	8,10%	3,60%

Zdroj: www.letiste-praha.cz

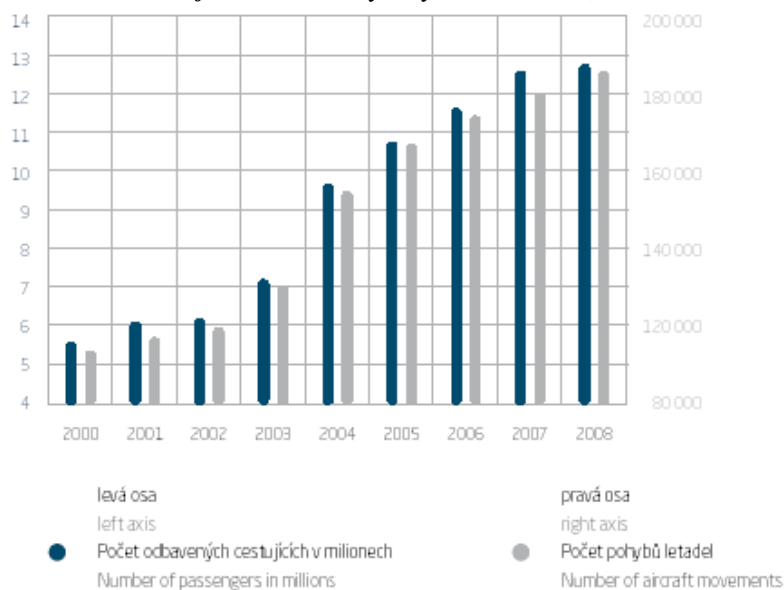
V roce 2009 byl počet transferových cestujících 1,3 milionu. Jejich podíl na celkovém provozu letiště vzrostl z 19,5 % na 23, 1 % z celkového počtu pasažérů na odletu. Podíl síťových dopravců činil 64,5 % a podíl nízkonákladových dopravců byl 23 %. Okolo 12,5 % náleželo vlani charterové dopravě.

Prvenství mezi leteckými společnostmi s nejvyšším počtem cestujících si opět udržely České aerolinie. Jejich podíl na celkovém počtu odbavených osob na Letišti Praha činil téměř 42,8 %. Mezi další současné letecké dopravce s nejvyšším počtem pasažérů v roce 2009 patřily dále společnosti Travel Service, EasyJet a německá Lufthansa.

Velká většina cestujících z Letiště Praha využila již tradičně lety po Evropě, které se na celkovém provozu podílí celými 90,5 %. Druhý největší podíl měly lety do afrických destinací, zejména do Egypta a Tunisu, kterých bylo 4,8 %. Objemem 2 % se na provozu podílely i dálkové lety do Severní Ameriky. Zaznamenán byl nárůst letů v rámci tuzemska (1,2 %) a do Asie a na Dálný Východ (podíl se 1,5 %).

Nejčastěji pasažéři létali na linkách mezi Prahou a Velkou Británií (1 411 141) a Prahou a německými destinacemi (1 024 524). Třetí místo v nejfrekventovanějších destinacích patří již od předešlého roku Itálii (868 891). Čtvrtá je Francie s počtem 817 588 cestujících. Jako páté se umístilo Španělsko s 741 623 pasažéry.

Graf 3.1 Provozní výkony Letiště Praha, a.s.



Zdroj: www.letiste-praha.cz

V průběhu roku 2009 bylo Letiště Praha spojeno pravidelnými linkami 51 dopravců s více než 130 destinacemi. Pravidelnými linkami cestovalo 87,5 % z celkového počtu odbavených cestujících, 12,5 % cestovalo nepravidelnými linkami. Nejoblíbenějšími destinacemi v roce 2009 byly Paříž (550 902 cestujících) a na druhé místo se posunul Londýn (430 453). Na třetím místě se umístil Frankfurt (415 630), dále na čtvrtém Moskva (404 024) a na pátém Amsterdam (374 220). Největší nárůst počtu cestujících zaznamenala destinace Tel Aviv, která měla nárůst 13,3%. Další nárůsty zaznamenaly destinace Barcelona (5,4 %), Curych (5,2 %), Řím/Fiumicino (3,1 %) a Moskva/Šeremetěvo (2,5 %). Celkový počet pohybů (přilety a odlety) na Letišti Praha byl vloni 163 816, což je pokles o 8,3 % oproti roku 2008.

3.2 Finanční analýza

Tato část práce je zaměřena na provedení a zhodnocení jednotlivých ukazatelů finanční analýzy ve společnosti Letiště Praha, a.s. Jako vstupní údaje jsou použity účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow).

Finanční analýza je soubor činností, jejichž cílem je zajistit a vyhodnotit komplexně finanční situaci firmy. Záleží především na velikosti podniku a její struktuře. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti se využívá celá řada poměrových ukazatelů. Hlavním smyslem je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku.

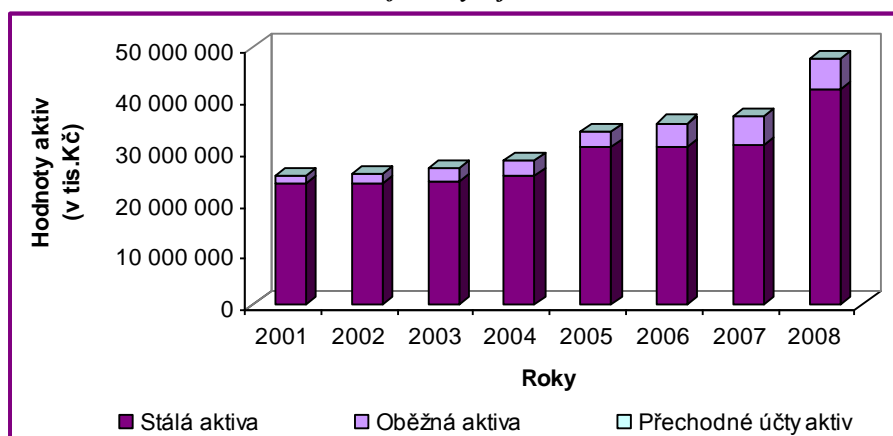
3.2.1 Analýza účetních výkazů

V analýze účetních výkazů bude provedena horizontální analýza rozvahy, výkazu zisku a ztráty a analýza výkazu cash flow. V příloze č. 4 je rozvaha, v příloze č. 5 výkaz zisku a ztráty za období 2001 – 2008 a v příloze č. 6 výkaz cash flow za roky 2001 – 2007. Horizontální analýza zjišťuje rozdíl položek mezi obdobími a také jejich procentní změnu. Tato analýza jednotlivých výkazů je postupně přehledně zpracována v příloze č. 7 pro rozvahu a 8 pro VZZ.

Horizontální analýza rozvahy

Aktiva celkově vykazují tendence růstu, přičemž největší byly v roce 2005 o 19,62 % a v roce 2008 až o 30,23 %. V obou případech se jednalo zejména o nárůst dlouhodobého hmotného majetku. Důležitým zařazeným dlouhodobým hmotným majetkem, který v roce 2005 vzrostl o 22,07 %, jsou tyto stavby a zařízení: Terminál 2 Sever – spojovací objekt, Terminál 2 Sever – Prst C, Terminál 2 Sever – související stavby (kolektor hlavní transformační stanice, zavazadlový tunel, kolektor Prstu C, kolektor Spojovacího objektu, obslužné komunikace...), Rapid Exit (úprava dráhového systému pro rychlé odbočení letadel vč. osvětlení, odvodnění), pojezdová dráha Z, nástupní mosty, dopravní prostředky. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek zahrnuje především stavby související s druhou částí Terminálu 2 Sever, a dále pak paralelní dráhu RWY 06R/24L, odbavovací plochu D1, pobočnou hasičskou stanici. V roce 2008 bylo významné zejména nabytí zbývajících částí pozemků nezbytných pro realizaci vzletové a přistávací dráhy RWY 06R-24L a to formou koupě 100 % akcií společnosti Realitní developerská, a.s. Došlo také rekonstrukci a modernizaci VIP salonků v Terminálu 1, k dokončení plochy a příjezdové komunikace u depa autocisteren. V oblasti nedokončeného DHM je zahrnuto zejména: napojení odstavné plochy C4, paralelní dráha RWY 06R/24L, modernizace čističky odpadních a kanalizačních vod – jih (2. etapa).

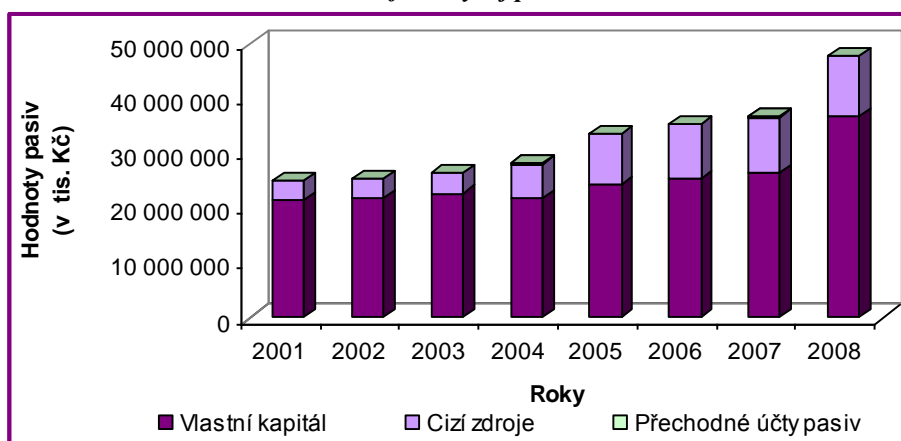
Graf 3.2 Vývoj aktiv



Oběžná aktiva rostou menším tempem než stálá aktiva. Na jejich růst má hlavní vliv krátkodobý finanční majetek a krátkodobé pohledávky. Krátkodobý finanční majetek zahrnuje zejména účty v bankách a v prvních letech meziročně rostl o 38,22 %, 57,38 %, 45, 09 %. V roce 2004 došlo ke snížení peněžních prostředků na účtu o 691 418 tis. Kč a v roce 2005 o dalších 260 539 tis. Kč. V posledních třech letech hodnota KFM opět roste postupně o 87,32 %, 25,85 % a 2 %. Druhá největší složka oběžných aktiv krátkodobé pohledávky průměrně meziročně rostou o 8,39 %.

Tempo růstu pasiv odpovídá tempu růstu aktiv. Jsou patrné významné změny ve výši základního kapitálu. V letech 1997 - 2005 podnik snížil kmenové jmění ze 17 699 931 tis. Kč na 15 779 056 tis. Kč a to z důvodů převodu regionálních letišť na Moravskoslezský, Jihomoravský a Karlovarský kraj, a dále z důvodu změn v určeném majetku vyplývajících z vydání pozemků v restitucích, z upřesňování výměr vložených pozemků, z bezúplatných převodů mezi podnikem a zakladatelem či jinými státními institucemi, atd. Tyto změny byly reflektovány v nové zakládací listině státního podniku, která změnila výši kmenového jmění podniku na 15 779 056 tis. Kč. K další změně tentokrát k navýšení došlo v roce 2008. Na základě privatizačního projektu vláda ČR rozhodla o privatizaci části majetku podniku Správa Letiště Praha, s.p. formou jeho vynětí z majetku podniku této společnosti, jeho převodem do příslušnosti Ministerstva financí a následný vložení do základního kapitálu Letiště Praha, a.s. Jeho hodnota zapsaná v OR činí 25 122 271 tis. Kč a meziroční zvýšení je 59,23 %. U vlastního kapitálu lze pozorovat růst položky nerozděleného zisku minulých let. Je způsoben převodem výsledku hospodaření běžného období sníženého o přídel, který jde do položky zákonný rezervní fond a ostatní fondy. Kapitálové fondy jsou v prvních čtyřech letech nezměněny a pak dochází od roku 2005 k navýšení o 21 %, 0,66 %. Pokles o 0,14 % v roce 2007 je následován stabilitou této položky.

Graf 3.3 Vývoj pasiv



Cizí zdroje, přestože zaujímají jen 14 – 28 % celkových pasiv, mají shodně s vlastním kapitálem rostoucí trend. Jejich růst je nejvíce ovlivněn bankovními úvěry. Od roku 2004 společnosti poskytnut dlouhodobý investiční úvěr od EIB s možností čerpání 9 000 000 tis. Kč. Meziročně je možné sledovat jaké částky tohoto úvěru společnost čerpala, přičemž skončila na úrovni 8 300 000 tis. Kč. V posledním roce je 6% navýšení způsobeno vystavením vlastních směnek k úhradě. Rezervy jsou tvořeny v posledních letech položkou ostatní rezervy, která zahrnuje rezervy na soudní spory a ostatní podnikatelská rizika, protihluková opatření a zaměstnanecké požitky a odměny. Do roku 2003 převyšuje tvorba rezerv nad čerpáním a proto daná položka roste až do výše 2 150 481 tis. Kč. V následujících letech nastává opačný efekt. Další významnou položkou v oblasti pasiv jsou krátkodobé závazky. Změny této položky jsou způsobeny hlavně závazky z obchodních vztahů a složkou dohadné účty pasivní zahrnující nevyfakturované dodávky. Dlouhodobé závazky jsou kromě posledních třech let tvořeny výhradně odloženým daňovým závazkem, který také určuje jejich kolísavý vývoj v průběhu sledovaného období.

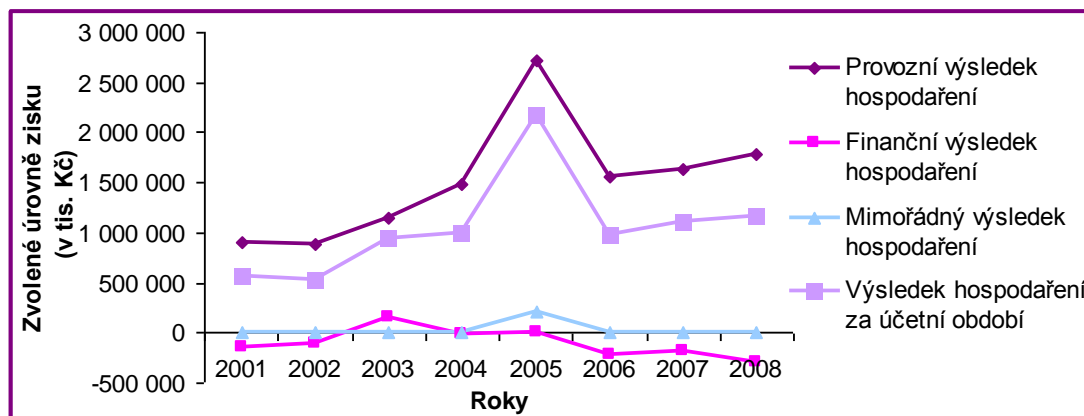
Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Z grafu 3.4 je patrné, že horizontální analýza výkazu zisku a ztráty bude zaměřena zejména na vývoj jednotlivých úrovní zisku, které společnost vykazuje. Nejvyšších hodnot dosahuje provozní výsledek hospodaření. Do roku 2005 lze sledovat významný růst, který byl způsoben růstem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. Ty v tomto období meziročně rostly od 4 do 11 %. V roce 2006 dochází k rapidnímu poklesu. Tržby sice vzrostly o dalších 14 %, ale 98% zvýšení odpisů dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ho překonalo. Odpisy se zvýšily z důvodu zařazování velkého množství majetku do užívání v tomto období. Také je významné zvyšování osobních nákladů, které po celou sledovanou dobu průměrně meziročně roste o 12,36 %. V posledních dvou letech se provozní výsledek hospodaření opět dostává na trajektorii růstu a meziroční růst tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb převyšuje meziroční růst odpisů a osobních nákladů.

V případě finančního výsledku hospodaření je důležitý hlavně vývoj úrokových výnosů a nákladů a ostatních finančních výnosů a nákladů. Výnosové úroky mají mírný rostoucí trend a úrokové náklady převýšily pouze v letech 2004 a 2005. U úrokových nákladů je důležitý jejich vývoj v posledních třech letech, kdy postupně meziročně rostly o 134 508, 93 796, 96 219 tis. Kč. To bylo způsobeno zahájením placení úroků

z investičního úvěru od EIB. Ostatní finanční výnosy převýšily ostatní finanční náklady pouze v roce 2003, kdy meziročně vzrostly o 424,55 %. V těchto položkách se jedná zejména o kursové zisky a ztráty. Výnosy z finanční činnosti celkově převýšily náklady pouze v roce 2003. V ostatních letech je finanční výsledek hospodaření záporný, přičemž v posledních třech letech se ztráta z finanční činnosti prohloubila.

Graf 3.4 Vývoj výsledku hospodaření



Mimořádný výsledek hospodaření byl vykázán v prvních pěti letech a kromě roku 2004 byl kladný. Mimořádné výnosy dosáhly nejvyšší hodnoty v roce 2005 a to 212 527 tis. Kč.

Výsledek hospodaření za účetní období po zdanění má stejný vývoj jako provozní výsledek hospodaření. Je pouze snížený o ztrátu z finanční činnosti a daň. Mimořádný výsledek hospodaření ho příliš neovlivňuje.

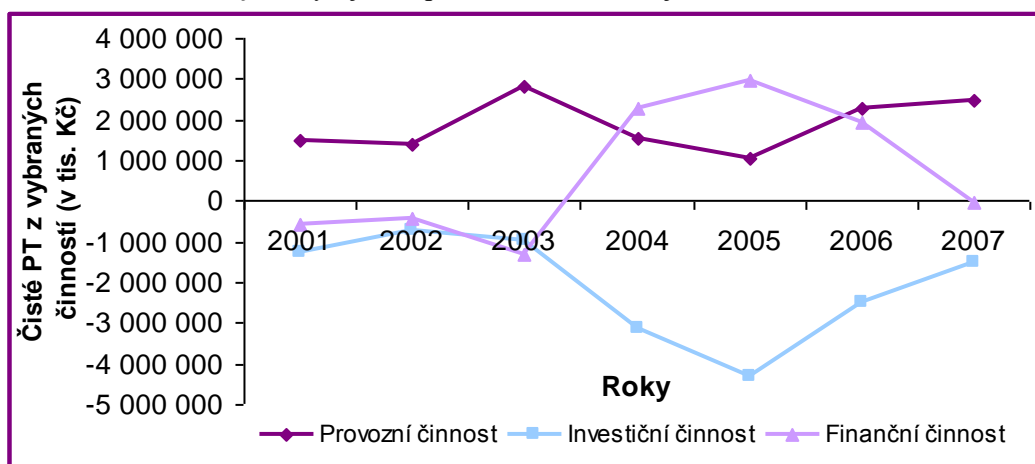
Analýza výkazu cash flow

Na začátku je nutné říct, že výkaz cash flow jedenkrát za rok příliš nevypovídá o skutečném hospodaření s peněžními prostředky. Výkaz peněžních toků poskytuje souhrnný přehled o získání a použití peněz a využívá se pro posouzení finančního hospodaření a investičních možností firmy atp.

Nejdůležitější částí je CF z provozní činnosti, které nemůže být dlouhodobě záporné, což není tento případ. Největší přírůstek by vykázán v roce 2003 (2 837 054 tis. Kč), což nejvíce ovlivnily položky změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu a změna stavu krátkodobých závazků a přechodných účtů pasiv. Ovšem hned v následujícím roce došlo k největšímu poklesu a to o 1 315 543 tis. Kč, přičemž tento dopad způsobily stejné položky, které se nejvíce podílely na růstu v roce 2003. Nejnižší přírůstek byl zaznamenán v roce 2005 (1 072 528 tis. Kč). V posledních dvou letech CF z provozní činnosti vykazuje rostoucí tendence. Celkově lze konstatovat, že společnost

není ohrožena potenciální platební neschopností odběratelů, protože příjmy z obchodního styku jsou vyšší než výdaje na úhradu dodavatelům.

Graf 3.5 Vývoj CF z provozní, investiční a finanční činnosti

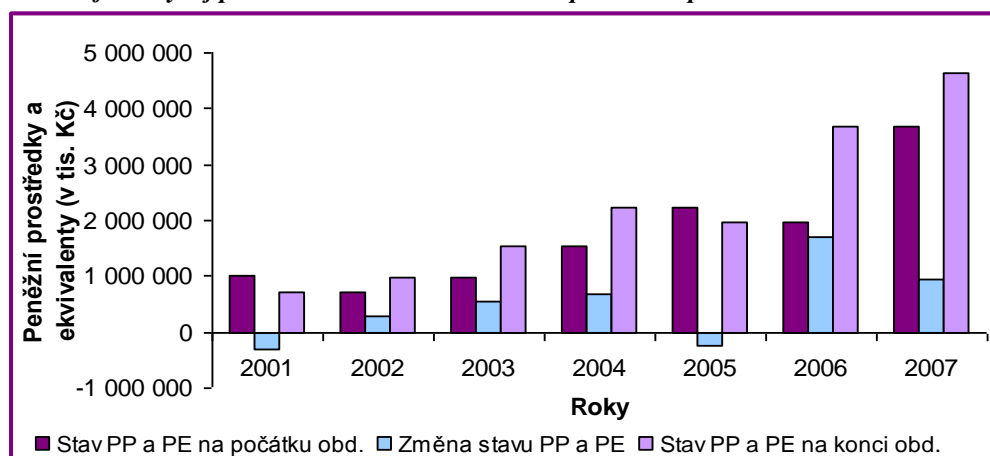


CF z investiční činnosti je po celou sledovanou dobu záporné, z hlediska výdajů spojených s nabytím stálých aktiv. Z grafu 3.5 je patrné, že největší investice byly prováděny v roce 2005. Tyto jsou již popsány v horizontální analýze rozvahy. Nejmenší investice společnost prováděla v roce 2002.

CF z finanční činnosti se vyvíjí v prvních šesti letech stejně jako změna stavu dlouhodobých a krátkodobých závazků. Záporné peněžní toky z této činnosti jsou v letech 2001 – 2003 a pak v roce 2007. V prvním zmíněném období společnost splácí dlouhodobý úvěr. V další fázi jí byl poskytnut dlouhodobý investiční úvěr od EIB, který společnost postupně čerpala až do výše 8 300 000 tis. Kč v roce 2006. K dalšímu čerpání už nedošlo.

Vývoj stavu peněžních prostředků a ekvivalentů na počátku a na konci daného období, jakož i celková změna těchto prostředků, jsou zobrazeny v grafu 3.6 za období 2001 – 2007.

Graf 3.6 Vývoj počátečního a končného stavu peněžních prostředků a ekvivalentů



Z tohoto grafického zobrazení lze vidět, že kromě roku 2001 a 2005 byly celkové čisté peněžní toky kladné. Záporné peněžní toky byly způsobeny investicemi do dlouhodobého majetku. Celkově největší přírůstek finančních toků nastal v roce 2006 (1 716 353 tis. Kč).

3.2.2 Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele vyjadřují prostřednictvím podílu vztah mezi dvěma absolutními ukazateli (stavovými, rozdílovými, tokovými). Jednotlivé poměrové ukazatele lze rozdělit do několika skupin, a to na ukazatele rentability, stability a zadluženosti, likvidity a aktivity.

Ukazatele rentability

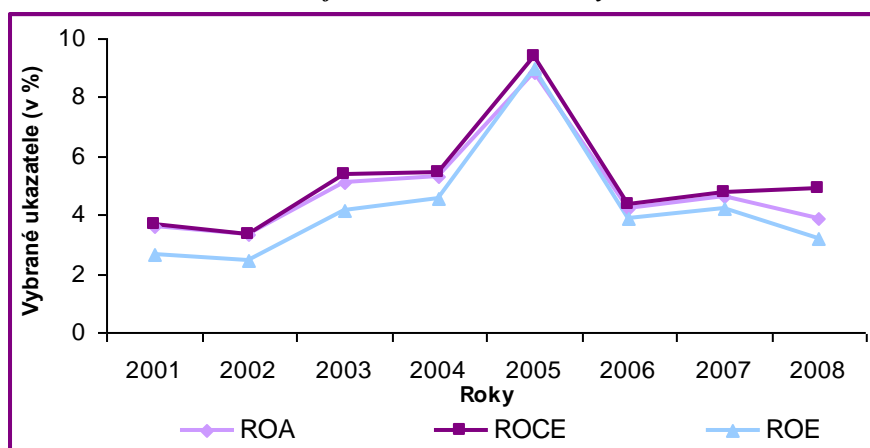
Tyto ukazatele poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností buď k celkovým aktivům, kapitálu nebo k tržbám. V čitateli je tedy obsažen zisk a ve jmenovateli určitý druh vloženého kapitálu.

Tabulka 3.3 Ukazatele rentability

Ukazatel/Rok			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROA	(2.1)	%	3,58	3,30	5,10	5,29	8,83	4,24	4,65	3,86
ROCE	(2.2)	%	3,66	3,36	5,39	5,43	9,39	4,33	4,79	4,88
ROE	(2.3)	%	2,67	2,43	4,12	4,54	8,97	3,86	4,23	3,19

U všech třech ukazatelů rentability lze pozorovat obdobný vývoj a je u nich patrný kolísavý trend. Nejvyšších hodnot však bylo dosaženo v roce 2005, za nimiž následoval rapidní pokles.

Graf 3.7 Ukazatele rentability



Ukazatel rentability aktiv, který poměřuje zisk s aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na zdroj jejich financování, se pohybuje po celou dobu v kladných hodnotách. V roce 2005 dosáhl svého maxima na téměř 9 %, ale v následujícím roce opět

pokles až na 4,24 %. Snižování hodnoty tohoto ukazatele je způsobeno zejména velkým růstem aktiv a to v položce stavby. V roce 2006 se jednalo zejména o Terminál Sever 2 (hala), třídrna zavazadel, odbavovací plocha D1, příjezdová komunikace s estakádou, konečná autobusů MHD, pobočná hasičská stanice, vrátnice č.19, dopravní prostředky, velkoplošné informační panely. Nejvýznamnějším dlouhodobým hmotným majetkem zařazeným v roce 2007 byly centrální hasičská stanice Sever, Parking D, mosty pro plochu D1, servery a další hardware pro integrovaný informační systém SAP, nádrže leteckých pohonných hmot. Pro rok 2008 modernizace čističky odpadních a kanalizačních vod – Jih (2. etapa), komunikace – estakáda, úpravy administrativní části Terminálu 1, letištní velkokapacitní požární automobil.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů, vyjadřující efekt z dlouhodobých investic, je na tom jen o něco lépe než rentabilita aktiv. Opět nevyšších hodnot dosáhl v roce 2005 a to 9,39 %, s následujícím poklesem, který dosáhl 3,96 %. Pokles byl v roce 2006 - 2008 způsoben jak růstem vlastního kapitálu, tak dlouhodobého cizího kapitálu. Odchylna od vývoje dalších dvou ukazatelů v posledním roce je způsobena zejména přeměnou dlouhodobého úvěru od EIB na krátkodobý.

Celková výnosnost vlastních zdrojů a jejich zhodnocení v zisku je dána ukazatelem rentability vlastního kapitálu. Jeho vývoj je shodný s oběma předchozími ukazateli. Pokles na 3,86 % je v tomto případě v roce 2006 zapříčiněn zejména poklesem zisku. Ovšem v období 2006 až 2008 dochází k růstu VK a jeho složky nerozdělený zisk z minulých let. To signalizuje chybnou investiční politiku firmy, která nechává zahálet vytvořené prostředky. Přestože může jít o žádoucí kumulaci zdrojů pro budoucí investici, společnost může tyto zdroje dočasně umístit např. na termínovaný účet u banky nebo nakoupit státní obligace, a tím zvýšit svou výkonnost. V posledním roce došlo také ke zvýšení základního kapitálu, což souvisí s privatizací Letiště Praha, a.s. a splacením tohoto upsaného kapitálu.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Stabilita podniku je určována strukturou zdrojů financování. Zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik využívá k financování svých aktiv cizí zdroje a její podstatou je nalezení optimálního vztahu mezi vlastním a cizím kapitálem (kapitálová struktura).

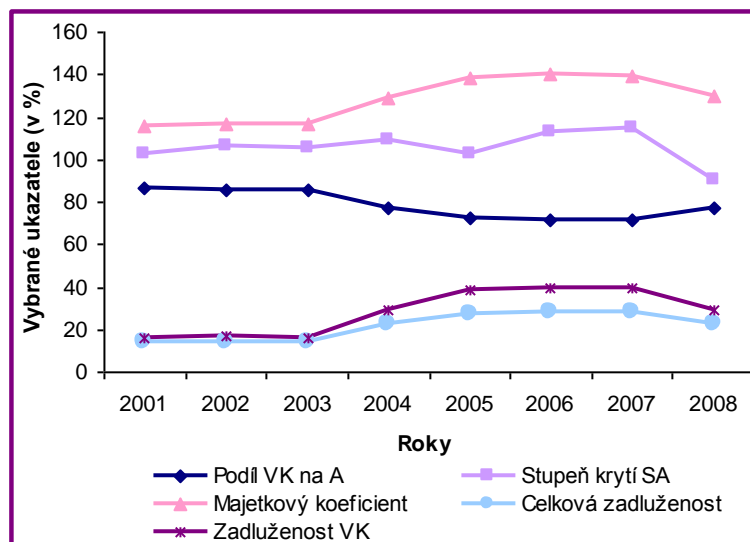
Tabulka 3.4 Ukazatele finanční stability

Ukazatel / Rok			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Podíl VK na A	(2.4)	%	86,15	85,60	85,67	77,60	72,19	71,44	71,80	77,18
Stupeň krytí SA	(2.5)	%	102,98	106,34	104,99	109,08	102,95	112,83	114,63	103,26
Finanční páka	(2.6)	%	116,07	116,82	116,72	128,87	138,53	139,98	139,28	129,56

Jako první ukazatel byl zvolen podíl vlastního kapitálu na aktivech, jež vystihuje dlouhodobou finanční stabilitu firmy a udává, do jaké míry je finančně samostatná. Jeho hodnoty se ve sledovaném období pohybují od 71 % do 86 %, kterými je společnost schopna krýt z vlastních zdrojů svá aktiva. Lze tedy říct, že firma je dostatečně finančně samostatná.

Stupeň krytí stálých aktiv udává, že stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobými zdroji. Je svázán s předchozím ukazatelem – čím je jeho hodnota vyšší, tím lepší je finanční stabilita firmy. Stálá aktiva jsou pokryta dlouhodobými zdroji ve všech letech.

Graf 3.8 Ukazatele finanční stability a zadluženosti



Majetkový koeficient udává poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem. Z dlouhodobého hlediska by měla být finanční páka konstantní nebo ne příliš rychle klesající. Důležitým cílem je dosažení optimálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Ukazatel do roku 2006 mírně rostl zejména díky růstu aktiv v průběhu tohoto období. Poté vlivem vyšších hodnot vlastního kapitálu docházelo k menšímu poklesu.

Tabulka 3.5 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel / Rok			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	(2.7)	%	13,77	14,26	14,07	22,30	27,73	28,45	28,08	22,71
Zadluženost VK	(2.8)	%	15,99	16,66	16,42	28,73	38,41	39,82	39,12	29,42
Úrokové krytí	(2.9)		6,52	12,44	31,79	81,56	93,82	9,02	6,56	5,18
Úrokové zatížení	(2.10)		0,15	0,08	0,03	0,01	0,01	0,11	0,15	0,19

Klíčovým ukazatelem zadluženosti je celková zadluženost, s jejímž růstem roste riziko věřitelů. Její hodnoty udává podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. Ukazatel ovlivňuje také výnosnost podniku a optimální by byl její pohyb mezi 30 – 70 %. Zadluženost se po celou dobu pohybuje pod dolní hranicí a je tedy velmi nízká. Riziko pro věřitele je zde nízké, ale společnost používá vlastní zdroje k financování, což je neefektivní. Určitá výše zadluženosti je pro firmu obvykle užitečná. Společnost si může dovolit více se zadlužit a zajistit si tak optimální poměr vlastních a cizích zdrojů. Je nutno uvést, že do roku 2008 se jednalo o státní podnik.

Zadluženost vlastního kapitálu daná poměrem cizího a vlastního kapitálu se u stabilních společností pohybuje zhruba v rozmezí 80-120 %. U společnosti Letiště Praha je zadluženost VK velice nízká.

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát jsou úroky kryty výší výdělku. Výsledné hodnoty by měly přesahovat min. 100 %, aby byly pokryty alespoň úroky. Tato oblast je bezproblémová, hodnoty se pohybují až v tisících procent.

Úrokové zatížení je pak obrácenou hodnotou předchozího ukazatele a vyplývá z něj, kolik odčerpaly úroky z celkového vytvořeného efektu. Tento ukazatel vykazuje nízké hodnoty po celou sledovanou dobu. Firma si tak mohla dovolit vyšší podíl cizích zdrojů.

Ukazatele likvidity

Likviditou se rozumí schopnost podniku uhradit včas své platební závazky a získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Avšak příliš vysoká míra likvidity je z pohledu vlastníků podniku nepříznivá, protože finanční prostředky jsou vázány v aktivech.

Tabulka 3.6 Ukazatele likvidity

Ukazatel / Rok		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita	(2.11)	2,28	4,56	7,90	4,37	1,43	6,69	5,58	5,39
Pohotová likvidita	(2.12)	2,25	4,51	7,83	4,34	1,41	6,61	5,53	5,34
Okamžitá likvidita	(2.13)	1,28	2,29	4,68	3,32	1,00	5,41	4,67	4,48

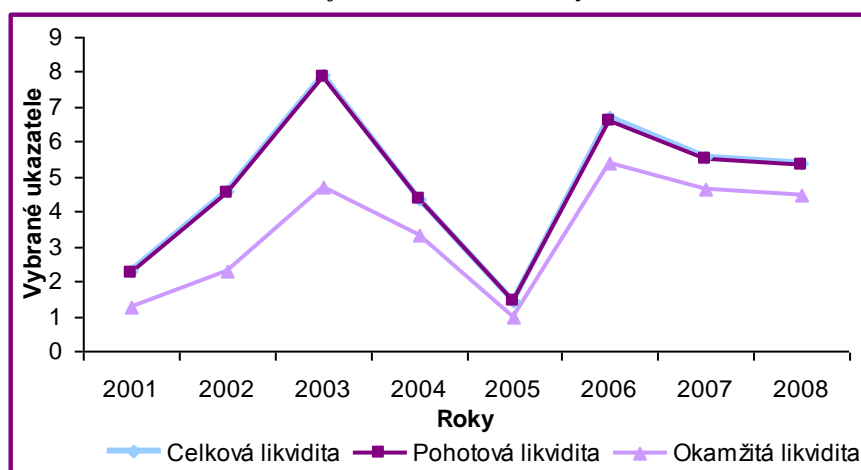
Z grafu 3.9 je patrné, že všechny ukazatele likvidity mají stejný průběh, který je dán zejména vývojem krátkodobých závazků.

Celková likvidita poměruje kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitele, jestliže by proměnil veškerá oběžná aktiva v daném okamžiku na hotovost. Jeho průměrná výše se pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,5. Celková likvidita se většinou pohybuje

nad horní hranicí. Společnost je však schopna dostát svých závazků. Vývoj ukazatele je rozkolísaný, lepší by byl stabilní vývoj.

Celkovou likviditu věrně kopíruje pohotová likvidita, která je očištěna o nejméně likvidní část tedy zásoby a měla by se pohybovat v rozmezí 1,0 – 1,5. V obdobích 2001 – 2003 a 2005 – 2006 má rostoucí trend, což bylo pozitivní a mělo by signalizovat zlepšení finanční a platební situace. Naopak je to v obdobích poklesu.

Graf 3.9 Ukazatele likvidity



Do okamžité likvidity vstupují pouze ty nejlikvidnější prostředky. Ukazatel by měl mít rostoucí trend, avšak z grafu je patrný jeho kolísavý trend. Je poměrně nestabilní a slouží spíše k dokreslení úrovně likvidity.

Ukazatele aktivity

Jedná se o ukazatele vázanosti jednotlivých složek kapitálu v různých formách aktiv a to jak dlouhodobých tak krátkodobých.

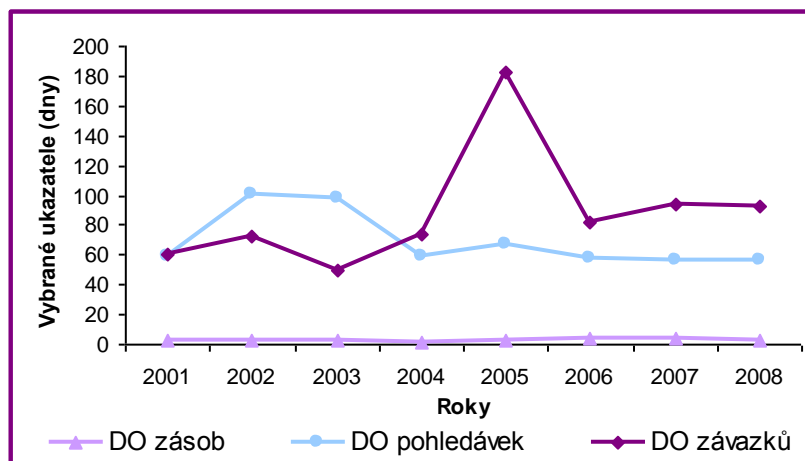
Tabulka 3.7 Ukazatele aktivity

Ukazatel / Rok			2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Obrátka aktiv	(2.14)		0,13	0,13	0,14	0,15	0,13	0,14	0,15	0,12
DO aktiv	(2.15)	dny	2 745	2 708	2 517	2 402	2 734	2 517	2 430	2 945
DO zásob	(2.16)	dny	2	3	2	2	3	4	4	3
DO pohledávek	(2.17)	dny	59	100	98	59	67	58	57	56
DO závazků	(2.18)	dny	61	72	50	74	183	81	94	93

Ukazatel obrátu aktiv měří obrát celkového majetku. S jeho růstem roste efektivita využívání majetku v podniku. Ve společnosti Letiště Praha tento ukazatel kolísá kolem hodnoty 0,14. Poklesy jsou způsobeny vyšším růstem dlouhodobých aktiv v celkových aktivech.

Doba obratu aktiv udává, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Doba tohoto obratu je poměrně dlouhá, v r. 2008 dosáhla až 2 945 dní. Tyto hodnoty jsou dány velkou potřebou dlouhodobého hmotného majetku.

Graf 3.10 Ukazatele aktivity



Doba obratu zásob charakterizuje úroveň provozního řízení. Oběžná aktiva jsou zde vázána ve formě zásob po krátkou dobu 2 – 4 dny. Je to dáno tím, že společnost nepotřebuje ke své činnosti držet majetek v zásobách.

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje za jakou dobu jsou průměrně placeny pohledávky. Doba splacení je nejdelší v letech 2002 a 2003. Jedná se zde ovšem o velkou společnost, která by měla být schopna tolerovat delší dobu splatnosti. Úzce je s tímto ukazatelem spojen ukazatel doby obratu závazků. Doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek, aby nebyla narušena finanční rovnováha společnosti, což je zde kromě let 2002 a 2003 splněno.

3.2.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Pro hodnocení finanční pozice se využívají také souhrnné indexy nebo modely hodnocení finanční úrovně podniku. Jejich smyslem je včasné rozpoznání příčin nestability firem, které mohou signalizovat úpadek firmy. Základem je předpoklad, že v podniku několik let před úpadkem dochází k určitým anomáliím a vývoji, které jsou charakteristické právě pro ohrožené podniky. V práci byly použity dva bankrotní modely (Beaverův a Taflerův model), jeden ratingový model (Kralickuv Quik-test) a na závěr je uveden model IN, který je aplikovatelný v českém prostředí, přičemž se jedná též o model bankrotní.

Bankrotní modely

Beaverův model je postaven na poměrových ukazatelích, které hrají významnou roli při finančních problémech firem. Z analýzy, kterou W.H. Beaver provedl, vyplynulo, že finanční poměrové ukazatele mají vypovídací sílu již pět let před úpadkem firmy.

Tabulka 3.8 Beaverův model

Ukazatel	Trend u ohrožených firem	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Trend u Letiště Praha
VK/A	klesá	0,86	0,86	0,86	0,78	0,72	0,71	0,72	0,77	klesá
PH/A	klesá	0,09	0,09	0,11	0,11	0,09	0,11	0,11	0,09	roste
BÚ/CZ	roste	0,50	0,36	0,28	0,53	0,68	0,83	0,81	0,81	roste
CF/CZ	klesá	-0,09	0,07	0,15	0,11	-0,03	0,17	0,09	0,01	roste
PK/A	klesá	0,05	0,08	0,10	0,10	0,08	0,13	0,15	0,12	roste

Z modelu vypočteného v tabulce 3.8 je patrné, že pravděpodobnost úpadku společnosti Letiště Praha je malá, a nehrozí jí tedy bankrot.

Taflerův model je založen na ukazatelích, jež odrážejí klíčové charakteristiky platební neschopnosti společnosti. Hodnoty Z_T v tabulce 3.9 jsou vypočteny podle vzorce (2.19). Celý výpočet je obsahem přílohy č. 9.

Tabulka 3.9 Výsledky Taflerova modelu

Položka	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Z_T	1,09	1,42	2,87	1,76	1,22	1,81	1,56	1,50
Zhodnocení	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí

Všechny hodnoty modelu se pohybují v kladném pásmu ($Z_T > 0$), přičemž nejlepšího výsledku bylo dosaženo v roce 2003. Lze tedy konstatovat, že u společnosti Letiště Praha je velmi malá pravděpodobnost bankrotu.

Ratingový model

Kralickuv Quick-test vychází z obodování intervalů hodnot pro jednotlivé ukazatele. Pomocí kritéria váženého průměru je určeno souhrnné hodnocení. Prostřednictvím $R1$ a $R2$ lze hodnotit finanční stabilitu a pomocí $R3$ a $R4$ výnosovou situaci. Při zprůměrování součtu hodnot finanční stability a výnosové situace lze zjistit souhrnné hodnocení situace podniku. Podnik je pak považován za velmi dobrý, jestliže činí kritérium hodnocení více než 3 body. A naopak se podnik nachází ve špatné finanční situaci, jestliže je hodnota menší než 1 bod. Tabulka 3.10 obsahuje výsledné obodování za roky 2001 – 2008 a také celkové vyhodnocení. Celý výpočet tohoto testu je obsažen v příloze č. 9.

Tabulka 3.10 Kralickuv Quick - test

Rok	FS	VS	SH	Vyhodnocení
	(R1+R2)/2	(R3+R4)/2	(FS+VS)/2	
2001	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2002	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2003	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2004	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2005	3	3	3	šedá zóna
2006	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2007	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2008	3,5	2,5	3	šedá zóna

Ve letech 2005 a 2008 byla konečná hodnota na hranici a lze konstatovat, že se jedná o dobrý podnik. Ve všech ostatních sledovaných obdobích vyšlo Letiště Praha jako velmi dobrý podnik.

Index důvěryhodnosti IN byl sestaven na základě 1000 českých podniků a ověření vybraných matematicko-statistických modelů podnikového ratingu. Index odráží zvláštnosti ekonomické situace v ČR a českých účetních výkazů. Vypočte se podle vzorce (2.20) a celý je součástí přílohy č. 9. Váhy byly přiřazeny z kategorie doprava a spoje.

Tabulka 3.11 Výsledky indexu IN

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IN	2,07	2,89	5,02	10,59	12,08	2,89	2,37	1,91

Index IN je vhodný pro roční posouzení finančního zdraví společnosti. Jestliže je jeho hodnota větší než 2, představuje podnik s dobrým finančním zdravím. V případě společnosti Letiště Praha tato situace nastala v období 2001 - 2007. V roce 2008 hodnota klesla mírně pod 2 a pohybuje se v intervalu od 1 do 2. To znamená, že podnik není „ani zdraví ani nemocný“. Podnik by tedy v tomto období mohl mít problémy.

3.3 Dlouhodobý finanční plán

Finanční plán je základní východisko pro většinu oceňovacích metod, zejména pak pro oceňování výnosovými metodami. Východiskem pro sestavení finančního plánu jsou finanční výkazy za období 2001 – 2008. Dlouhodobý plán je sestaven pro roky 2009 – 2013 ve stejné struktuře jako tyto výkazy.

3.3.1 Návrh dlouhodobého plánu rozvahy

Rozvaha je základní účetní výkaz, který musí splňovat základní bilanční rovnici, tedy rovnost aktiv a pasiv.

Plán dlouhodobého majetku

Nejvýznamnější investicí do **dlouhodobého nehmotného majetku** v roce 2007 byl především nový integrovaný podnikový software SAP a dále datový sklad CAODW. Hlavním cílem ICT zůstává zlepšení kvality služeb založené na robustním systému podpory, jež se týká hardwarových i softwarových technologií na všech úrovních ICT. Smyslem snažení je poskytnout veškerým klientům působícím na Letišti Praha zázemí a služby s optimální a efektivní mírou rychlosti, komfortu a bezpečnosti tak, aby byly informační technologie schopny dostát veškerým požadavkům provozu mezinárodního letiště. Ke splnění těchto náročných předpokladů ICT mj. provádí konsolidaci hardwaru (serverů), datových sítí (podnikových, technologických, bezdrátových), úložiště dat (disková pole pro ukládání dat pro veškeré podnikové aplikace i data uživatelů) a rovněž buduje i kvalitní systém zálohování a archivace. Na tomto technologicky pevném a plně redundantním základě budou provozovány podnikové aplikace s vysokou mírou dostupnosti a bezpečnosti dat. Vzhledem k této neustálé potřebě inovování technologií a zlepšování stávajících softwarů je růst dlouhodobého majetku plánován 20% růstem.

Klíčovým projektem pro další rozvoj Letiště Praha je vybudování paralelní dráhy RWY 06R/24L. Nová dráha je plánována souběžně se stávající hlavní, díky ní se významně zvýší kapacita dráhového systému. Podle předpokládaného harmonogramu bude do provozu uvedena v roce 2014, což je i termín, ve kterém přestane dostavat současný dráhový systém. Jedná se o významnou investici v oblasti dopravní infrastruktury v České republice, jejíž stavba a následné uvedení do provozu bude mít pozitivní multiplikační efekty pro národní ekonomiku.

Hodnota **dlouhodobého hmotného majetku** v následujících letech bude stále růst a to hlavně z důvodu dostavby paralelní dráhy 06R/24L a dokončení projektů - modernizace čističky odpadních a kanalizačních vod – Jih (2. etapa), napojení odstavné plochy C4, komunikace – eskapáda, letištní velkokapacitní požární automobil. Předpokládaný růst DHM je zachycen v tabulce 3.12.

Tabulka 3.12 Plánovaný vývoj dlouhodobého hmotného majetku

	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek	0,05%	2,3%	3,0%	3,8%	4,5%

Společnost od roku 2004 nevlastní žádný **dlouhodobý finanční majetek** až do roku 2008, kdy společnost nabyla zbývající významnou část pozemků nezbytných pro realizaci vzletové a přistávací dráhy RWY 06R-24L. Tyto pozemky získala formou koupě 100 %

akcí společnosti Realitní developerská, a.s. Pro plánované období bude položka dlouhodobého finančního majetku konstantní na úrovni 4 264 429 tis. Kč.

Následující tabulka 3.13 zachycuje plán vývoje dlouhodobého majetku v letech 2009 – 2013 v tis. Kč.

Tabulka 3.13 Plán vývoje dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
Stálá aktiva	42 046 489	42 974 908	44 204 720	45 800 780	47 759 848
Dlouhodobý nehmotný majetek	335 772	402 926	483 511	580 213	696 256
Dlouhodobý hmotný majetek	37 446 289	38 307 553	39 456 780	40 956 137	42 799 164
Dlouhodobý finanční majetek	4 264 429	4 264 429	4 264 429	4 264 429	4 264 429

Plán oběžných aktiv

Zásoby jsou z největší části tvořeny materiálem a v následujících letech je plánován jejich mírný pokles ve výši 2 % po celé plánovací období.

Společnost Letiště Praha nemá žádné **dlouhodobé pohledávky** a tyto nebudou vznikat ani v budoucnu.

Pohledávky z obchodních vztahů a jiné pohledávky nemají splatnost delší než 5 let. Společnost je řadí do **krátkodobých pohledávek**. V tomto případě je naplánována meziroční změna podle platební schopnosti odběratelů. Tabulka 3.14 obsahuje sazby, které jsou vyjádřením změny oproti předcházejícímu období.

Tabulka 3.14 Plánovaný vývoj krátkodobých pohledávek

	2009	2010	2011	2012	2013
Krátkodobé pohledávky	6%	-2%	-5%	-10%	-10%

Krátkodobý finanční majetek tvoří ceniny, peníze v hotovosti a na bankovních účtech a krátkodobé depozitní směnky. Plánovaný vývoj sazeb této položky, kterou tvoří zejména bankovní účty, je 2% růst.

Dohadné účty aktivní zahrnují především nevyfakturované dodávky tepla, nevyfakturované obrátové nájemné z pronájmu pozemků a pohledávky za pojišťovnou z titulu pojistného plnění.

Tabulka 3.15 zachycuje vývoj oběžných aktiv a přechodných účtů aktiv v letech 2009 – 2013 v tis. Kč.

Tabulka 3.15 Plán vývoje oběžných aktiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva	5 831 715	5 907 919	5 958 236	5 968 209	5 989 145
Zásoby	50 875	49 858	48 861	47 883	46 926
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	959 872	940 675	893 641	804 277	723 849
Krátkodobý finanční majetek	4 820 967	4 917 386	5 015 734	5 116 049	5 218 370
Přechodné účty aktiv	30 070	28 820	21 373	27 589	49 385

Plán vlastních zdrojů

Základní kapitál odpovídá tzv. kmenovému jmění, tedy obchodnímu majetku společnosti, k němuž má právo hospodaření při svém vzniku. Kmenové jmění se vykazuje ve výši zapsané v obchodním rejstříku městského soudu s promítnutím případného zvýšení nebo snížení kmenového jmění, o kterém rozhodla dozorčí rada a které nebylo ke dni účetní závěrky v obchodním rejstříku zaregistrováno. Základní kapitál v budoucích letech nebude nijak navyšován ani snižován.

Kapitálové fondy, u kterých v posledních několika letech nedocházelo k větším změnám, jsou stanoveny pro plánovací období na konstantní úrovni 1 707 314 tis. Kč.

Položka **Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku** tvoří 20 % z výsledku hospodaření běžného účetního období předchozího roku. Přičemž platí, že akciová společnost je povinná vytvořit rezervní fond v roce, kdy poprvé dosáhla zisku, ve výši 20 % čistého zisku, ne však více než 10 % základního kapitálu. V dalších letech vytváří rezervní fond ve výši 5 % čistého zisku až do výše 20 % základního kapitálu. Takto vytvořené zdroje mohou být použity jen k úhradě ztráty. Příděl do zákonného rezervního fondu je tedy 5 % a zbylých 15 % je určeno pro ostatní fondy ze zisku.

Do **výsledku hospodaření minulých let** je každoročně přiděleno 80 % z výsledku hospodaření běžného účetního období předcházejícího období.

Následující tabulka 3.16 zachycuje plán vývoje vlastních zdrojů v letech 2009 – 2013 v tis. Kč.

Tabulka 3.16 Plán vývoje vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál	37 755 188	38 880 360	40 164 971	41 651 701	43 326 374
Základní kapitál	25 122 271	25 122 271	25 122 271	25 122 271	25 122 271
Kapitálové fondy	1 707 314	1 707 314	1 707 314	1 707 314	1 707 314
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 389 456	1 575 598	1 800 632	2 057 555	2 354 901
V.H. minulých let	8 605 438	9 350 005	10 250 143	11 277 831	12 467 216
V.H. běžného období	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673

Plán cizích zdrojů

Rezervy jsou tvořeny v posledních letech položkou ostatní rezervy, která zahrnuje rezervy na soudní spory a ostatní podnikatelská rizika, protihluková opatření a zaměstnanecké požitky a odměny.

Rezerva na protihluková opatření byla vytvořena na základě závazného posudku hygienika hl. m. Prahy k územnímu rozhodnutí o vyhlášení ochranného hlukového pásma Letiště Praha na území hlavního města Prahy a některých okolních obcí. Rezervy na

zaměstnanecké požitky a odměny zaměstnanců se vztahují k odměnám přiznaným zaměstnancům na základě rozhodnutí dozorčí rady podniku a dále k zaměstnaneckým požitkům, které podnik vyplácí zaměstnancům na základě kolektivní smlouvy u příležitosti významných životních výročí. Hodnota položky je vyčíslena tak, že k předchozímu roku je připočtena hodnota tvorby a odečtena hodnota čerpání rezerv.

Dlouhodobé závazky zahrnují především položku odložený daňový závazek a investiční zádržné a jistiny vyplývající z nájemních smluv. Jejich vývoj je plánován v prvním roce 4% růstem, který se v dalších letech zvýší na 6%.

Krátkodobé závazky jsou sumou následujících položek.

- Závazky z obchodních vztahů, které porostou 30% tempem určeným z průměrného růstu položky v předchozích letech.
- Závazky k zaměstnancům, které jsou stanoveny 4% podílem na osobních nákladech. Toto procento je určeno jako průměr z dosavadních podílů položky závazky k zaměstnancům na osobních nákladech.
- Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění jsou plánovány 12% podílem z položky náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. Těchto 12 % bylo opět stanoveno podle průměru z dosavadních podílů těchto závazků na nákladech na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění.
- Stát – daňové závazky a dotace porostou 4,5% tempem podle průměrného dosavadního růstu této položky.
- Přijaté zálohy byly ve sledovaném období spíše mimořádné a proto jsou do plánu krátkodobých závazků stanoveny jako nulové po celé plánované období.
- Dohadné účty pasivní (nevyfakturované dodávky) jsou stanoveny fixně po celou dobu plánování na úrovni 230 000 tis. Kč.
- Jiné závazky meziročně porostou o 5 %.

Bankovní úvěry a výpomoci

Dne 10. dubna 2003 byla podepsána Smlouva o financování mezi Evropskou investiční bankou (dále jen „EIB”) a Českou správou letišť, s.p. (dnes společnost Letiště Praha, a. s.). Na základě této smlouvy EIB poskytuje možnost čerpání dlouhodobého investičního úvěru až do výše 9 000 000 tis. Kč, který lze použít výhradně na financování Projektu Terminál 2. Začátek čerpání úvěru byl 16. ledna 2004 a do konce roku 2008 byl úvěr čerpán v celkové výši 8 300 000 tis. Kč. K 31.12. 2008 vykazuje společnost úvěr jako krátkodobý a to s ohledem na možný vliv porušení smlouvy o záruce akvizicí akcií společnosti Realitní developerská, a.s.

Úvěr EIB byl čerpán celkem v deseti tranších. Tranše 1, 5, 7, 8, 9 a 10 (celkem 5 500 000 tis. Kč) jsou úročeny variabilní sazbou 3M PRIBOR + max. 0,13 %, tranše 2 a 4 (celkem 1 000 000 tis. Kč) jsou úročeny fixní sazbou 3,447 %, tranše 3 a 6 (celkem 1 800 000 tis. Kč) jsou úročeny fixní sazbou 3,763 %. Zahájení splácení jistiny čerpaného úvěru je podle harmonogramu plánováno na 15. června 2009 v pravidelných pololetních splátkách. Částky splátek k úhradě jsou vyjádřené procentním podílem 2,63 % z objemu vyčerpaného úvěru. Výjimkou je poslední splátka, dle smlouvy o úvěru má být provedena k 15. prosinci 2027 a připadá na ni podíl 2,69 %.

Směnky představují vlastní směnky k úhradě vystavené dne 19. prosince 2008 v rámci směnečného programu. Tyto směny byly upsány stejným dílem 250 000 tis. Kč ABN AMRO Bank N.V. a UniCredit Bank Czech Republic, a.s. Splatnost těchto smenek je 19. června 2009 a jsou úročeny úrokovou mírou 5,36 %.

Dohadné účty pasivní zahrnují především nevyfakturované dodávky stavebních prací a služeb a jsou účtovány do majetku, resp. do nákladů v období, do kterého věcně a časově přísluší. V roce 2009 je plánován jejich 20% meziroční růst a od roku 2010 20% meziroční pokles a to až do konce plánovacího období.

Tabulka 3.17 zachycuje plán vývoje cizích zdrojů a přechodných účtů pasiv v letech 2009 – 2013 v tis. Kč.

Tabulka 3.17 Plán vývoje cizích zdrojů (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
Cizí zdroje	10 092 039	9 982 449	9 980 287	10 113 620	10 446 999
Rezervy	487 143	500 143	535 143	595 143	712 143
Dlouhodobé závazky	464 630	492 508	522 059	553 382	586 585
Krátkodobé závazky	1 276 845	1 562 958	1 932 825	2 411 414	3 031 171
Bankovní úvěry a výpomoci	7 863 420	7 426 840	6 990 260	6 553 680	6 117 100
Přechodné účty pasiv	61 047	48 838	39 070	31 256	25 005

3.3.2 Návrh dlouhodobého plánu VZZ

Plán **tržeb z prodeje zboží** je pro rok 2009 vzhledem k celosvětové ekonomické situaci stanoven s 1% poklesem, ale v dalších letech je již plánován 4% růst.

Náklady na prodané zboží jsou stanoveny 62,6% podílem na tržbách za prodej zboží. Jedná se o průměr dosavadních podílů nákladů na tržbách za prodané zboží za období 2004 – 2007.

Položka **výkony** zahrnuje nejdůležitější složku VZZ tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Tyto tržby se odvíjí zejména od počtu odbavených cestujících, počtu pohybů letadel a počtu tun přistání. Letištní poplatky musí každý cestující zaplatit v rámci letenky prakticky na každém letišti na světě, jde o poplatek za služby letiště při odbavení.

Tento poplatek zahrnuje především náklady na zajištění bezpečnostních kontrol včetně personálu, ostrahu objektů letiště, osvětlení a vytápění budov, požární pohotovost, provoz zavazadlových pásů, veškeré opravy a servis letiště.

Položka výkonů byla odvozena od vývoje počtu odbavených cestujících, kdy jejich počet v roce 2009 oproti roku 2008 klesl o 7,82 %. Společnost plánuje 3% pokles výkonů v tomto roce. V dalších letech se předpokládá růst počtu odbavených cestujících a návrat k průměrnému růstu položky výkonů na 8,97 %.

Vývoj **výkonové spotřeby** je odvozen z jejich podílu na celkových výkonech, který je v průměru 27 %, ale vzhledem ke klesajícímu podílu v průběhu let je stanoven na 24 %.

Přidaná hodnota je součtem obchodní marže a výkonů, snižená o výkonovou spotřebu. Obchodní marže je rozdílem mezi tržbami a náklady na prodané zboží.

Osobní náklady budou růst meziročním tempem 8 %.

Daně a poplatky – položka obsahuje veškeré daně a poplatky zúčtované účetní jednotkou jako náklady s výjimkou daně z příjmů. Po celé období je projektován meziroční růst 2 %.

Výše plánovaných **odpisů** dlouhodobého majetku tvoří přibližně 2 - 4 % z hodnoty plánovaného dlouhodobého majetku, přičemž je v plánu počítáno se 4 % vzhledem

k vývoji v posledních letech. Tento podíl byl stanoven takto $\% \text{podíl} = \frac{\text{odpisy}_t}{DM_t}$ a to za

období let 2001 – 2007.

Tržby z prodeje DHM a materiálu jsou vyčísleny dle průměrného podílu této položky na tržbách za prodané zboží, výrobky a služby. Meziroční změna je 1,78 %.

Zůstatková cena prodaného majetku a materiálu je stanovena ve výši 85,8 % tržeb z prodeje DHM a materiálu. Podíl byl odvozen jako průměrný podíl zůstatkové ceny na tržbách majetku a materiálu z předchozích let.

Hodnota položky **změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti** je rozdíl mezi tvorbou a zúčtováním rezerv v příslušném roce. Jedná se o využívání rezerv na soudní spory a ostatní podnikatelská rizika, protihluková opatření a zaměstnanecké požitky a odměny.

Ostatní provozní výnosy budou klesat o 2 % a **ostatní provozní náklady** o 3 %.

Provozní výsledek hospodaření je součtem přidané hodnoty, tržeb z prodeje DHM a materiálu a ostatních provozních výnosů. Od nich jsou pak odečteny osobní náklady, daně a poplatky, odpisy, zůstatková cena prodaného majetku a materiálu, změna stavu rezerv a opravných položek a ostatní provozní náklady.

Výnosové úroky jsou plánovány dle dosavadního průměrného podílu této položky na krátkodobém finančním majetku. Meziročně porostou o 2,39 %. Zatímco **nákladové úroky** jsou dány součtem úroků z úvěru od EIB a v prvním roce také úroku z vlastních směnec k úhradě.

Hodnota **ostatních finančních výnosů** je dána váženým průměrem této položky ve sledovaném období. Váhy jsou stanoveny tak, že nejvzdálenějšímu období je přiřazena nejnižší váha a období nejbližšímu je přiřazena váha nejvyšší. Výše položky je po celou dobu stanovena jako konstantní. **Ostatní finanční náklady** jsou vztaženy k dlouhodobým závazkům. Jejich průměrný podíl za období 2004 – 2007 je 26,43 %.

Finanční výsledek hospodaření je dán součtem výnosových úroků a ostatních finančních výnosů a jsou odečteny nákladové úroky a ostatní finanční náklady. Ve všech letech plánovaného období je finanční výsledek hospodaření záporný.

Mimořádné položky nelze naplánovat, proto jsou po celou dobu plánovaného období nulové a tedy i **mimořádný výsledek hospodaření**.

Výsledek hospodaření před zdaněním je zdaňován podle zákona o dani z příjmu právnických osob. Plánovaný výsledek hospodaření bude v jednotlivých letech zdaněn příslušnou sazbou daně, platnou pro daný rok. V roce činí 2009 20 % a pro období 2010 - 2013 je ponechána na úrovni 19 %.

Tabulka 3.18 zachycuje plán výkazu zisku a ztráty v letech 2009 – 2013 v tis. Kč.

Tabulka 3.18 Dlouhodobý finanční plán výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

VZZ	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	30 746	31 976	33 255	34 585	35 968
Náklady na prodané zboží	19 246	20 016	20 816	21 649	22 515
+ Obchodní marže	11 500	11 960	12 438	12 936	13 453
Výkony	5 626 863	6 131 592	6 681 596	7 280 935	7 934 035
Výkonová spotřeba	1 350 447	1 471 582	1 603 583	1 747 424	1 904 168
+ Přidaná hodnota	4 287 915	4 671 970	5 090 451	5 546 446	6 043 320
Osobní náklady	1 505 348	1 625 775	1 755 838	1 896 305	2 048 009
Daně a poplatky	2 129	2 171	2 215	2 259	2 304
Odpisy	1 508 295	1 511 282	1 548 419	1 597 612	1 661 454
Tržby z prodeje DHM a mat.	90 000	91 603	93 235	94 896	96 587
Zůstatková cena DHM a mat.	77 223	78 599	79 999	81 425	82 875
Tvorba rezerv (-)	250 000	270 000	225 000	315 000	235 000
Čerpání rezerv (+)	295 000	257 000	190 000	255 000	118 000
Změna stavu rezerv a opr. pol.	-45 000	13 000	35 000	60 000	117 000
Ostatní provozní výnosy	64 820	63 524	62 253	61 008	59 788
Ostatní provozní náklady	86 170	83 585	81 078	78 645	76 286
Provozní V.H.	1 308 570	1 512 683	1 743 391	1 986 106	2 211 766
Výnosové úroky	115 257	117 562	119 913	122 311	124 758
Nákladové úroky	211 042	184 378	212 790	200 095	187 399
Ostatní finanční výnosy	73 387	73 387	73 387	73 387	73 387
Ostatní finanční náklady	122 786	130 153	137 962	146 240	155 014
Finanční V.H.	-145 184	-123 582	-157 452	-150 636	-144 269
V.H. za běžnou činnost před zd.	1 163 386	1 389 101	1 585 939	1 835 470	2 067 497
Daň z příjmu za běžnou činnost	232 677	263 929	301 328	348 739	392 825
V.H. za běžnou činnost po zd.	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Mimořádný V.H.	0	0	0	0	0
V.H. za účetní období	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673

4 Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků

V této části budou aplikovány zvolené metody ocenění. Z výnosových metod jsou vybrány DCF equity a metoda kapitalizovaných zisků (paušální a analytická verze) a z aktivních metod oceňování je použita metoda reálných opcí. Ocenění podle jednotlivých metod je vypočteno s použitím nákladů kapitálu stanovených dle modelu CAPM a modelu dle metodiky MPO.

Společnost je oceněna k 1.1. 2009. Důvodem zjišťování hodnoty vlastního kapitálu společnosti je plánovaný prodej firmy v rámci procesu transformace.

4.1 Ocenění metodou DCF - equity

Pro zjištění hodnoty vlastního kapitálu technikou DCF-equity byla použita dvoufázová metoda. Délka trvání první fáze byla stanovena na 4 roky (2009 – 2012) a od roku 2013 je uvažováno s druhou fází, přičemž zde se předpokládá trvání firmy do nekonečna. Důvodem vývoje druhé fáze je to, že lze stanovit a odhadnout pouze trend vývoje finančních toků.

Ocenění probíhá v následujících krocích:

1. odhad vývoje *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*) společnosti (kap. 4.1.1),
2. výpočet nákladů vlastního kapitálu R_E (kap. 4.1.2),
3. výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti (kap. 4.1.3).

4.1.1 Stanovení finančních toků FCFE

Z dlouhodobého finančního plánu byly získány jednotlivé položky pro sestavení *FCFE* (*Free Cash Flow to the Equity*). Volné peněžní toky pro vlastníky byly vypočteny dle vzorce (2.27). Tabulka 4.1 obsahuje vstupní data a výsledné hodnoty *FCFE* pro období 2009 – 2013.

Tabulka 4.1 FCFE (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
EAT	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673
Odpisy	1 508 295	1 511 282	1 548 419	1 597 612	1 661 454
Změna ČPK	-73 749	-209 908	-319 550	-468 616	-598 821
Změna stavu úvěrů	-936 580	-436 580	-436 580	-436 580	-436 580
Investice	74 676	928 419	1 229 812	1 596 060	1 959 069
FCFE	1 501 498	1 481 364	1 486 189	1 520 318	1 539 299

4.1.2 Stanovení nákladů na kapitál

Stanovení hodnoty firmy je u výnosových metod založeno na současné hodnotě budoucích peněžních toků. V případě metody DCF-equity se volné peněžní toky vztahují

pouze k vlastnímu kapitálu a je nutné je diskontovat náklady na vlastní kapitál (R_E). Vzhledem k tomu, že se jedná o zadluženou společnost, je nezbytné stanovit náklady kapitálu zadlužené společnosti. Pro možnost srovnání je ocenění provedeno prostřednictvím nákladu kapitálu, které jsou stanoveny modelem *CAPM* a také pomocí stavebnicového modelu.

Stavebnicový model

Stavebnicové modely se používají v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, což je i případ České republiky. Pro zjištění nákladů na vlastní kapitál je nutné nejprve vypočítat průměrné náklady na celkový kapitál ($WACC$). V práci bude použit stavebnicový model používaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR.

Nejprve jsou stanoveny náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy $WACC^U$ podle vzorce (2.32), které jsou součtem bezrizikové sazby a rizikových přírážek.

Bezriziková úroková míra R_F

Za bezrizikovou úrokovou míru se považují výnosy z bezrizikových cenných papírů, např. státních pokladničních poukázek, v praxi spíše pak bezriziková úroková míra dlouhodobých státních dluhopisů. Bezriziková sazba v jednotlivých letech byla stanovena dle výnosu do splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů ze dne 18. 2. 2010⁶, které jsou splatné v daných letech.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA}

U stanovení rizikové přírážky za velikost podniku je důležitá výše úplatných zdrojů (UZ), která je součtem bankovních úvěrů a vlastního kapitálu. Výše těchto úplatných cizích zdrojů po celé sledované období převyšuje 3 mld. Kč. Hodnota rizikové přírážky se pak po celou dobu rovná 0 %.

Tabulka 4.2 Riziková přírážka za velikost podniku

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
UZ (v tis. Kč)	45 624 479	45 618 608	46 307 200	47 155 231	48 205 381	49 443 474
R_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$

Riziková přírážka je závislá na ukazateli $EBIT/A$ v porovnání s ukazatelem $X1$ (nahrazení úplatného kapitálu kapitálem vlastním). Tento ukazatel byl vypočítán dle vzorce (2.34). V tomto případě je ukazatel $EBIT/A > X1$ v roce 2010, 2012 a 2013, a

⁶ www.patria.cz

výsledná hodnota rizikové přírážky je 0 %. V ostatních letech spadá do pásma $EBIT/A \geq 0$ a zároveň $EBIT/A \leq X1$ a riziková přírážka je vypočtena dle vzorce (2.35).

Tabulka 4.3 Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/A	2,37%	1,99%	2,46%	2,74%	3,16%	3,49%
X1	3,87%	2,56%	2,35%	2,86%	2,84%	2,82%
$R_{\text{podnikatelské}}$	1,50%	0,49%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%

Riziková přírážka finanční stability na bázi likvidity R_{finstab}

U této přírážky se vychází z celkové likvidity, přičemž je stanovena mezní hodnota XL , která se v tomto případě rovná průměru průmyslu. Průměrná celková likvidita v oblasti doprava a spoje dosahovala hodnoty 1,12. Tato hodnota je menší, než horní hranice 1,25, a proto byla i v dalších letech použita daná horní hranice XL . Jelikož je celková likvidita firmy větší než celková likvidita průmyslu a to ve všech letech, $R_{\text{finstab}} = 0$ %.

Tabulka 4.4 Riziková přírážka za finanční stabilitu

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
OA/KZ	5,3862	4,5673	3,7800	3,0827	2,4750	1,9759
XL	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
R_{finstab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Na základě těchto výpočtů lze tedy stanovit náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy, viz. tabulka 4.5.

Tabulka 4.5 WACC nezadlužené firmy

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%
R_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{\text{podnikatelské}}$	1,50%	0,49%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%
R_{finstab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$WACC^U = R_A^U$	3,76%	2,90%	1,30%	1,52%	2,33%	2,71%

Po zjištění hodnoty nákladů na celkový kapitál, je možné vypočítat náklady vlastního kapitálu. Samotné řešení je provedeno dle vzorce (2.38). Tabulka 4.6 obsahuje potřebné mezivýpočty a také výslednou hodnotu R_E .

Tabulka 4.6 Náklady vlastního kapitálu zadlužené firmy dle modelu INF A

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$WACC^U \cdot (UZ / A)$	0,0360	0,0276	0,0123	0,0143	0,0217	0,0249
$(1 - sd) \cdot U / (BU + OBL)$	0,0320	0,0215	0,0201	0,0247	0,0247	0,0248
$UZ / A - VK / A$	0,1844	0,1641	0,1518	0,1393	0,1265	0,1137
VK/A	0,7718	0,7881	0,7949	0,8003	0,8041	0,8053
R_E	3,90%	3,06%	1,16%	1,35%	2,31%	2,74%

Model CAPM – SML beta verze

Tento model představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. R_E jsou vypočteny dle vzorce (2.29). Bezriziková sazba v jednotlivých letech byla stanovena dle výnosu do splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů ze dne 18. 2. 2010, které jsou splatné v daných letech. Riziková přírážka, která je rozdílem mezi tržním výnosem a bezrizikovou sazbou, má pro Českou republiku hodnotu 5 %⁷. Beta koeficient nezadlužené firmy pro odvětví letecké přepravy byl zjištěn ve výši 0,86⁸. Protože se jedná o zadluženou firmu, byl beta koeficient nezadlužené firmy přepočítán na beta koeficient zadlužené firmy podle vzorce (2.30). V následující tabulce 4.7 jsou obsaženy hodnoty pro výpočet nákladů vlastního kapitálu pro období 2008 – 2013. Rok 2008 je vypočten pro účely ocenění metodou kapitalizovaných zisků ve variantě paušální.

Tabulka 4.7 Náklady vlastního kapitálu zadlužené firmy dle modelu CAPM

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%
$E(R_M) - R_F$	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
β_E^U	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
D	10 834 176	10 092 039	9 982 449	9 980 287	10 113 620	10 446 999
E	36 824 479	37 755 188	38 880 360	40 164 971	41 651 701	43 326 374
β_E^L	1,0598871	1,0439038	1,0388506	1,0330928	1,0291443	1,0279665
$E(R_E)$	7,56%	7,63%	6,49%	6,67%	7,48%	7,85%

4.1.3 Ocenění vlastního kapitálu společnosti

Ocenění vlastního kapitálu je tedy realizováno dvoufázovou metodou za použití vzorců (2.41), (2.42), (2.44) a výsledná hodnota je dána součtem současných hodnot budoucích toků podniku v obou fázích (2.39). Nejprve jsou volné peněžní toky pro vlastníky diskontovány náklady kapitálu stanovenými stavebnicovou metodou. Vlastní výpočet je obsahem tabulky 4.8.

Tabulka 4.8 Ocenění metodou DCF-equity s náklady vlastního kapitálu INFA (v tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE celkem	1 501 498	1 481 364	1 486 189	1 520 318	1 539 299
R_E (dle INFA)	3,06%	1,16%	1,35%	2,31%	2,74%
Diskontovaný CF	1 456 901	1 420 824	1 406 408	1 406 256	
Hodnota 1.fáze	5 690 390				
Pokračující hodnota	56 132 354				
Hodnota 2.fáze	51 921 027				
Hodnota celkem	57 611 416				

⁷ www.damodaran.com

⁸ www.damodaran.com

V první fázi je hodnota vlastního kapitálu odhadnuta na 5 690 390 tis. Kč a ve druhé fázi na 51 921 027 tis. Kč. Z výše uvedeného výsledku vyplývá, že hodnota společnosti Letiště Praha, a.s. na bázi dvoufázové výnosové metody činí 57 611 416 tis. Kč.

Následující tabulka zachycuje ocenění vlastního kapitálu pomocí metody DCF-equity při použití nákladů vlastního kapitálu (R_E) dle metody CAPM.

Tabulka 4.9 Ocenění metodou DCF-equity s náklady vlastního kapitálu CAPM (v tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
FCFF celkem	1 501 498	1 481 364	1 486 189	1 520 318	1 539 299
R_E (dle CAPM)	7,63%	6,49%	6,67%	7,48%	7,85%
Diskontovaný CF	1 395 061	1 292 421	1 215 605	1 157 025	
Hodnota 1.fáze	5 060 113				
Pokračující hodnota	19 609 321				
Hodnota 2.fáze	14 923 503				
Hodnota celkem	19 983 616				

Hodnota vlastního kapitálu v první fázi činí 5 060 113 tis. Kč a ve druhé fázi 14 923 503 tis. Kč. Celková hodnota společnosti Letiště Praha, a.s. na bázi dvoufázové výnosové metody se rovná 19 983 616 tis. Kč.

Z dosažených výsledků vyplývá, že čím jsou vyšší náklady kapitálu, tím nižší je vypočtená hodnota a naopak.

4.2 Ocenění vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných čistých výnosů

Tato zvolená metoda je metodou „netto“, tj. výnosová hodnota je určena z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je rovněž přímo hodnota vlastního kapitálu. Existují dvě základní varianty a to paušální a analytická. Obě metody budou následně aplikovány na společnost Letiště Praha, a.s.

4.2.1 Paušální metoda

Při použití paušální metody se vychází z historických účetních dat. Základem této metody je určení trvale odnímatelného čistého výnosu. Postup výpočtu zahrnuje následující kroky:

1. Nejprve jsou výsledky hospodaření minulých let upraveny o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a jeho zůstatkové ceny, mimořádné výnosy a náklady.
2. Výsledkem předchozího kroku je upravený výsledek hospodaření, který je dále nutno upravit o inflaci. Cenovým indexem je přepočten výsledek na ceny k datu

ocenění. V případě cenového indexu řetězového se jedná o míru inflace zvýšenou o hodnotu 100. Z těchto řetězových indexů je potřeba vypočítat bazické řetězové indexy, které jsou vztaženy k roku 2008.

3. Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je stanoven jako vážený průměr z minulých upravených výsledků. Přičemž váhy byly přiřazeny podle významnosti a posloupnosti v čase, tedy nejstarším údajům byla dána váha nejnižší a nejnovějším váha nejvyšší.

Tabulka 4.10 Výpočet upraveného výsledku hospodaření (v tis. Kč)

Paušální metoda	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBT	754 761	771 172	1 305 911	1 468 455	2 935 833	1 331 794	1 444 859	1 487 127
(+) Odpisy	536 278	562 120	585 764	536 264	613 574	1 217 017	1 252 334	1 273 265
(-) Finanční výnosy	73 462	85 889	350 828	61 467	94 251	124 423	134 594	186 384
(-) Tržby z prodeje DM	60 094	74 031	54 658	70 145	80 206	96 717	86 877	88 425
(+) ZC prodaného DM	52 277	62 147	49 760	64 390	74 090	73 119	68 526	4 805
(+) Mimořádné. Os.N.	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Mimořádné výnosy	2 827	2 087	1 370	152	212 527	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	646	182	1	1020	0	0	0	0
Upravený VH UVH před odpisy	1 207 579	1 233 614	1 534 580	1 938 365	3 236 513	2 400 790	2 544 248	2 490 388
Inflace	4,70%	1,80%	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%
Cenový index řetězový	1,047	1,018	1,001	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický vztažený k roku 2008	0,8364	0,8514	0,8523	0,8761	0,8928	0,9151	0,9407	1
UVH upravený o inflaci (UVH/bazický cenový index)	1 443 826	1 448 875	1 800 558	2 212 381	3 625 164	2 623 497	2 704 536	2 490 388
Váhy	1	2	3	4	5	6	7	8
UVH upravený o inflaci · váhy	1 443 826	2 897 750	5 401 674	8 849 525	18 125 818	15 740 981	18 931 749	19 923 105

4. Hodnota trvale odnímatelného čistého výnosu je snížena o výši odpisů a zdaněna. Ke zdanění je použita aktuální daňová sazba na úrovni 19 %. Tímto je získán odhad trvalého čistého zisku k rozdělení.

Tabulka 4.11 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	2 536 512
Odpisy	1 273 265
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	1 263 247
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	1 263 247
Daň (19 %)	240 017
Trvale odnímatelný čistý výnos po daní	1 023 230

5. Hodnota VK společnosti Letiště Praha je určena vtahem (2.48). Diskontní faktor je na úrovni nákladů vlastního kapitálu, přičemž se jedná o náklady kapitálu stanovené jak metodou *CAPM*, tak stavebnicovou metodou, snížených o odhad dlouhodobé inflace. Oba tyto náklady jsou náklady vlastního kapitálu roku 2008.

Tabulka 4.12 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu)

R_E	INFA	CAPM
	3,90%	7,56%
Odhad dlouhodobé inflace (2009)	1%	1%
R_E - inflace	2,90%	6,56%
Provozní hodnota VK (v tis. Kč)	35 326 387	15 599 360
Hodnota VK (v tis. Kč)	35 326 387	15 599 360

V tomto případě se provozní hodnota vlastního kapitálu shoduje s hodnotou vlastního kapitálu. Při použití nákladů vypočtených podle stavebnicové metody se jejich výše rovná 35 326 387 tis. Kč a při použití modelu *CAPM* 15 599 360 tis. Kč.

4.2.2 Analytická metoda

Analytická metoda je obdobou metody DCF, kdy očekávaný výnos z podniku kalkulujeme z upravených budoucích výsledků hospodaření. Vychází se tedy z dlouhodobého finančního plánu.

Tabulky 4.13 a 4.14 zahrnují výpočet vlastního kapitálu společnosti Letiště Praha. Vlastní postup výpočtu je následující:

1. Výpočet upraveného výsledku hospodaření, přičemž výchozími daty je plánovaný čistý zisk. Ten je možné použít přímo jako upravený výsledek hospodaření vzhledem k tomu, že ve finančním plánu nejsou predikovány mimořádné výnosy ani náklady.
2. Výpočet vlastního kapitálu R_E použitím metodiky *CAPM* a stavebnicového modelu, viz kapitola 4.1.2.
3. Výpočet diskontovaného výsledku hospodaření.
4. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu, přičemž je podobně jako u DCF-equity aplikována dvoufázová metoda, s použitím vztahu (2.46). První fáze je plánována na 4 roky (2009 – 2012). Druhá fáze začíná rokem 2013 a platí předpoklad trvání firmy do nekonečna.

Tabulka 4.13 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků, varianta analytická s náklady kapitálu INFA (v tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
Predikovaný VH	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673
R_E (dle INFA)	3,06%	1,16%	1,35%	2,31%	2,74%
Diskontní faktor	0,97	0,96	0,95	0,92	
Diskontovaný VH	903 066	1 079 189	1 215 651	1 375 189	
Hodnota 1. fáze	4 573 095				
Pokračující hodnota	61 068 932				
Hodnota 2. fáze	56 487 238				
Hodnota VK	61 060 333				

Celková hodnota vlastního kapitálu, kdy je upravený výsledek hospodaření diskontován nákladem kapitálu vypočteným stavebnicovou metodou, se rovná 61 060 333 tis. Kč.

Tabulka 4.14 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků, varianta analytická s náklady kapitálu CAPM (v tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
Predikovaný VH	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673
R_E (dle CAPM)	7,63%	6,49%	6,67%	7,48%	7,85%
Diskontní faktor	0,93	0,87	0,82	0,76	
Diskontovaný VH	864 734	981 661	1 050 728	1 131 463	
Hodnota 1. fáze	4 028 586				
Pokračující hodnota	21 333 869				
Hodnota 2. fáze	16 235 955				
Hodnota VK	20 264 541				

Celková hodnota pro vlastníky společnosti, kdy je upravený výsledek hospodaření diskontován nákladem kapitálu stanoven modelem *CAPM*, je 20 264 541 tis. Kč.

4.3 Aplikace reálných opcí

Poslední zvolenou metodou, pomocí níž lze zjistit hodnotu vlastního kapitálu, je metodologie reálných opcí. Z možných postupů pro oceňování opcí byl zvolen binomický model. Při aplikaci diskrétního binomického modelu se mohou z jednoho výchozího stavu nastat pouze dvě situace a to růst nebo pokles hodnoty podkladového aktiva.

Postup výpočtu je shrnut do následujících kroků.

1. Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (*FCFF*) za roky 2002 – 2009. Výpočet *FCFF* je proveden dle vztahu (2.26), údaje pro rok 2009 vycházejí z finančního plánu (viz tab. 4.15). Z minulého vývoje těchto peněžních toků lze určit směrodatnou odchylku s přihlédnutím k vývojové fázi podniku. Vzhledem k předpokládanému vývoji v následujících letech ji management podniku stanovil na 80 %.

Tabulka 4.15 FCFF (v tis. Kč)

FCFF	2009
EAT	930 709
Odpisy	1 508 295
Změna ČPK	-73 749
Investice	74 676
Úroky	211 042
Sazba daně	0,20
FCFF	2 606 911

2. Výpočet koeficientů růstu a poklesu dle vztahu (2.53) a (2.55). Koeficient růstu $u = 2,2255$ a koeficient poklesu $d = 0,4493$. Využívá se postup dynamického

programování, který začíná dopočtem rizikově neutrální pravděpodobnosti růstu p^u dle (2.56) a pravděpodobnosti poklesu p^d dle (2.57). Vypočtené hodnoty jsou, $p^u = 0,3236$ a $p^d = 0,6764$.

3. Odhad vývoje $FCFF$ pro jednotlivé roky a scénáře od roku 2009 do roku 2013. Výchozí hodnota odpovídá $FCFF$ roku 2009 (viz tab. 4.15). Odhad tohoto vývoje, který je zobrazen v tabulce 4.16, je vypočten pomocí vzorce (2.58), resp. (2.59).

Tabulka 4.16 Binomický strom vývoje $FCFF$ firmy (v tis. Kč)

2009	2010	2011	2012	2013
				63 954 130
			28 736 443	
		12 912 116		12 912 116
	5 801 788		5 801 788	
2 606 911		2 606 911		2 606 911
	1 171 361		1 171 361	
		526 326		526 326
			236 494	
				106 263

4. Výpočet $WACC$ a odhad vývoje hodnoty aktiv firmy. Pro odhad vývoje tržní hodnoty aktiv je nejprve nutné stanovit příslušné náklady kapitálu. Náklady na celkový kapitál $WACC$ jsou vypočteny jak metodou stavebnicovou, tak modelem $CAPM$. V prvním případě byly náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC^U$ vypočteny již v části 4.1.2 a v tabulce 4.17 je obsažen jejich přepočten na náklady celkového kapitálu zadlužené firmy $WACC^L$ pomocí vztahu (2.37).

Tabulka 4.17 Celkové náklady kapitálu zadlužené firmy dle modelu $INFA$

INFA	2009	2010	2011	2012	2013
$WACC^U$	2,90%	1,30%	1,52%	2,33%	2,71%
UZ/A	0,9522	0,9468	0,9396	0,9307	0,9191
sd	20%	19%	19%	19%	19%
$WACC^L$	2,35%	1,07%	1,25%	1,92%	2,24%

Model $CAPM$ představuje tržní přístup ke stanovení nákladů na celkový kapitál. R_A jsou vypočteny dle vzorce (2.31), viz tab. 4.18. Všechny parametry jsou stanoveny stejně jako v kapitole 4.1.2 kromě beta koeficientu nezadlužené firmy. Ten je pro odvětví letecké přepravy ve výši 0,37⁹. Protože se jedná o zadluženou firmu, byl beta koeficient nezadlužené firmy přepočítán na beta koeficient zadlužené firmy podle vzorce (2.30).

⁹ www.damodaran.com

Tabulka 4.18 Celkové náklady kapitálu zadlužené firmy dle modelu CAPM

CAPM	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%
$E(R_M) - R_F$	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
β_A^U	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
D (tis. Kč)	10 092 039	9 982 449	9 980 287	10 113 620	10 446 999
E (tis. Kč)	37 755 188	38 880 360	40 164 971	41 651 701	43 326 374
β_A^L	0,4491	0,4469	0,4445	0,4428	0,4423
WACC^L	4,66%	3,53%	3,72%	4,54%	4,92%

V tabulce 4.19 jsou zobrazeny scénáře vývoje tržní hodnoty aktiv, které jsou vypočteny dle vzorce (2.60), přitom za WACC jsou dosazovány hodnoty vypočtené dle modelu CAPM a metody INFA.

Tabulka 4.19 Binomický strom vývoje tržní hodnoty aktiv (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
INFA					3 334 428 770
				2 303 199 594	
			1 211 094 950		673 209 558
		246 825 315		465 007 978	
	86 717 287		244 515 853		135 918 666
		49 833 172		93 883 492	
			49 366 899		27 441 505
				18 954 750	
					5 540 344
					1 299 531 165
CAPM				632 424 029	
			346 880 687		262 370 817
		164 136 350		127 684 209	
	55 995 089		70 034 003		52 971 754
		33 138 558		25 778 997	
			14 139 621		10 694 813
				5 204 690	
					2 159 245

5. Odhad vývoje dluhu firmy pro období 2009 – 2013. Údaje pro hodnotu dluhu roku 2009 vycházejí z finančního plánu. Z minulého vývoje cizích zdrojů byla určena směrodatná odchylka, která je rovna 3,83 %. Odhad vývoje hodnoty dluhu, který je zachycen v tabulce 4.20, je vypočten obdobným způsobem jako u *FCFF* v tabulce 4.16.

Tabulka 4.20 Binomický strom vývoje hodnoty dluhu (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
					11 764 577
				11 322 099	
			10 896 264		10 896 264
		10 486 444		10 486 444	
	10 092 039		10 092 039		10 092 039
		9 712 467		9 712 467	
			9 347 172		9 347 172
				8 995 615	
					8 657 281

6. Výpočet vnitřní hodnoty ceny opce dle vztahu $VH_T = \max(THA_T - D_T; 0)$. Vývoj této vnitřní hodnoty pro jednotlivé roky a scénáře od roku 2009 do roku 2013 je zobrazen v tabulce 4.21.

Tabulka 4.21 Binomický strom vývoje vnitřní hodnoty ceny opce (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
					3 322 664 194
				2 291 877 494	
			1 200 198 686		662 313 294
		236 338 870		454 521 534	
INFA	76 625 248		234 423 815		125 826 627
		40 120 704		84 171 024	
			40 019 728		18 094 334
				9 959 135	
					0
	2009	2010	2011	2012	2013
					1 287 766 588
				621 101 929	
			335 984 424		251 474 553
		153 649 906		117 197 765	
CAPM	45 903 050		59 941 964		42 879 716
		23 426 090		16 066 530	
			4 792 450		1 347 641
				0	
					0

7. Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti Letiště Praha, a.s. Ocenění vlastního kapitálu společnosti je provedeno jako ocenění americké opce (vzhledem k možnosti likvidace společnosti vlastníky). V roce 2013 je hodnota vlastního kapitálu rovna vnitřní hodnotě opce a pro roky předchozí je určena dle vztahu (2.62). Příslušné indexy růstu a poklesu jsou dopočteny ze stromu vývoje tržní hodnoty aktiv a jsou obsaženy v příloze č. 11. Pro diskontování byly použity forwardové bezrizikové sazby vyčíslené v tabulce 4.22.

Tabulka 4.22 Spotové a forwardové bezrizikové sazby

Rok	Výnosy	
	spot	forward
2009	2,41%	2,41%
2010	1,30%	0,20%
2011	1,50%	1,90%
2012	2,33%	4,86%
2013	2,71%	4,24%

Hodnotu vlastního kapitálu společnosti Letiště Praha, a.s. v roce 2009 udává první uzel binomického stromu v tabulce 4.23.

Tabulka 4.23 Ocenění vlastního kapitálu binomickým modelem (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013
INFA					3 322 664 194
				2 291 877 494	
			1 235 621 773		662 313 294
		248 451 848		454 521 534	
	80 289 943		241 754 046		125 826 627
		43 707 167		84 171 024	
			42 350 958		18 094 334
CAPM				11 202 810	
					0
					1 287 766 588
				621 101 929	
			346 281 647		251 474 553
		161 752 129		117 197 765	
	49 367 351		62 377 652		42 879 716
		26 914 080		16 441 667	
			7 802 932		1 347 641
				491 801	
					0

Vlastní kapitál společnosti byl oceněn při použití metodologie reálných opcí a v případě stanovení nákladů stavebnicovou metodou ve výši 74 594 524 tis. Kč a v případě modelu *CAPM* 45 681 436 tis. Kč.

4.4 Komparace a zhodnocení výsledků

Výsledkem oceňování je zjištění hodnoty vlastního kapitálu společnosti Letiště Praha, a.s. metodou DCF-equity, metodou kapitalizovaných zisků v paušální i analytické variantě a metodou reálných opcí. V tabulce 4.25 jsou vyčísleny hodnoty vlastního kapitálu na základě výše uvedených metod oceňování.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu firmy je při použití stavebnicového modelu pro výpočet nákladů kapitálu u všech metod účetně podhodnocena kromě metody paušální. Opačného výsledku, kdy je společnost účetně nadhodnocena, dosahuje hodnota vlastního kapitálu při použití tržního modelu pro stanovení nákladů vlastního kapitálu. Důvod těchto rozdílů je nutné hledat ve stanovení uvedených nákladů kapitálu. Zatímco

metoda *CAPM* vychází z tržních dat, pro metodiku MPO jsou základem účetní data společnosti. V případě prvního způsobu určení nákladů kapitálu by pak pro všechny firmy v daném odvětví byly tyto náklady kapitálu podobné a jejich odlišnost by byla dána pouze zadlužeností vlastního kapitálu dané firmy. Naopak u metodiky MPO by tyto náklady kapitálu byly pokaždé úplně jiné a to podle struktury účetních dat zvolené společnosti.

Tabulka 4.24 Ocenění vlastního kapitálu (v tis. Kč)

	INFA	CAPM
DCF equity	57 611 416	19 983 616
Kapitalizované zisky (paušální)	35 768 024	15 794 377
Kapitalizované zisky (analytická)	61 060 333	20 264 541
VK jako reálná opce	80 289 943	49 367 351
Hodnota VK k 1.1.2009	36 824 479	

Jako jedna z výnosových metod pro stavení hodnoty vlastního kapitálu byla vybrána DCF-equity, konkrétně dvoufázová metoda stavení diskontovaných peněžních toků. Výsledná hodnota vlastního kapitálu firmy při použití metody stavebnicové pro výpočet nákladů kapitálu je 57 611 416 tis. Kč a při použití tržního modelu je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění 19 983 616 tis. Kč. Důvodem výběru bylo to, že pracuje s peněžními toky, které vyjadřují reálnou hodnotu užitků plynoucích vlastníkům. Volné peněžní toky vyjadřují také základní rozdíl v použitých metodách. Další metodou vycházející z těchto toků je metodika reálných opcí s tím rozdílem, že jsou použity peněžní toky pro vlastníky i věřitele. Jedná se o flexibilní přístup oceňování, kdy jsou brány v úvahu možnosti činit budoucí rozhodnutí. V případě ocenění vlastního kapitálu firmy je touto možností likvidace společnosti vlastníky kdykoli v průběhu životnosti firmy. Proto by měla být a také je hodnota firmy vypočtená touto metodou nejvyšší.

Metoda kapitalizovaných zisků je naopak založena na účetních datech. Konkrétně u varianty paušální jsou využity historická účetní data a základem je trvale odnímatelný čistý výnos a u varianty analytické byl použit predikovaný výsledek hospodaření. V případě kdy jsou u této varianty k diskontování využity náklady kapitálu dle modelu *CAPM* je hodnota vlastního kapitálu 20 264 541 tis. Kč a v druhém případě s použitím nákladů kapitálu zjištěním stavebnicovou metodou je hodnota vlastního kapitálu 61 060 333 tis. Kč. Vyčíslený vlastní kapitál metodou paušální dosahuje nejnižších hodnot ze všech aplikovaných modelů. Ovšem při použití metody INFA pro stanovení nákladů kapitálu je výsledná hodnota (35 768 024 tis. Kč) nejbližší účetní hodnotě vlastního kapitálu k datu ocenění společnosti (36 824 479 tis. Kč).

Dalším podstatným rozdílem je, zda se u použitých metod využívají data z minulosti nebo je nutné plánovat budoucnost. Z budoucího vývoje se počítá hodnota

vlastního kapitálu u metody DCF-equity, analytické a při aplikaci metodiky reálných opcí. Paušální metodu je vhodné použít tam, kde je obtížné odhadnout budoucí vývoj, ale přitom lze předpokládat, že podnik bude dosahovat minimálně dosavadních výnosů. Je použita společně s metodou DCF, protože v takovém případě může poskytnout doplňkovou informaci o dolním limitu výnosového ocenění, který odráží jen současný výnosový potenciál. Metoda DCF měří současný i budoucí výnosový potenciál.

Metoda reálných opcí se od ostatních použitých metod liší také náklady kapitálu, kdy se jedná o náklady celkového kapitálu, zatímco u ostatních metod jsou u diskontování použity náklady vlastního kapitálu.

Při prodeji společnosti Letiště Praha, a.s. by měla být požadována částka, která by se měla pohybovat mezi dolní hranicí 15 794 377 tis. Kč představující účetní hodnotu a horní hranicí 80 289 943 tis. Kč, jež byla zjištěna aplikací metodiky reálných opcí.

4.5 Současná situace oceňovaného podniku

Situace, týkající se privatizace společnosti Letiště Praha, a.s. je prozatím taková, že prezident Václav Klaus 16. prosince 2009 vetoval zákon o vlastnictví Letiště Praha. Jedná se o zákon, který přes odpor Senátu přijali počátkem prosince poslanci, zakazuje vládě letiště prodat. „Podle prezidenta označil parlament letiště za „majetek nezbytný k zabezpečení potřeb celé společnosti,“ což podle jeho názoru není a nemůže být pravda. "Tím, že se týká jednoho konkrétního letiště, postrádá zákon prvek obecnosti, což je jeden ze základních atributů právního předpisu," doplnila hlava státu.“¹⁰ Někdejší Topolánkuv kabinet, který v červnu 2008 schválil prodej letiště strategickému investorovi, si od něj sliboval zisk až 100 miliard korun.

Tato částka je o dost vyšší, než jsou dosažené výsledky při použití jednotlivých metod. Blíží se jí pouze hodnota vlastního kapitálu vypočtená aplikací metodologie reálných opcí s použitím nákladů stanovených metodikou INFA (80 289 943 tis. Kč). Skutečnost, zda k prodeji společnosti Letiště Praha, a.s. vůbec dojde a kolik za něj jednotlivý kupci budou ochotni nabídnout, je stále otázkou budoucnosti a zejména postojem příští vlády k tomuto problému. Rozhodující otázkou také zřejmě bude, jak se postaví k prodeji v době krize. Možné jsou dvě hypotézy, kdy první předpokládá snížení ceny a druhá, že v době krize se hodně sníží počet bonitních projektů, a zatímco ve světě je stále ještě dost likvidity, tak paradoxně takové bonitní projekty jako Letiště Praha, mohou dostat cenu ještě vyšší.

¹⁰ www.novinky.cz - středa 16. prosince 2009, 15:35 - Praha

5 Závěr

Cílem diplomové práce je ocenění společnosti Letiště Praha, a.s. k 1.1. 2009 za účelem prodeje. Toto téma bylo zvoleno na základě aktuálních ekonomických událostí v České republice.

Práce je rozdělena na tři části. V první části byly popsány základní přístupy k oceňování podniku včetně postupů jim předcházejícím. Jedná se zejména o sběr vstupních dat, popis finanční analýzy a na jejich základě sestavení dlouhodobého finančního plánu.

V druhé části byla představena samotná společnost a z jejích dat byla provedena finanční analýza a sestaven návrh dlouhodobého finančního plánu. Z výsledků finanční analýzy vyplývá, že společnost je rentabilní a nejlepších výsledků dosáhla v roce 2005. Dále výsledky udávají, že společnost je dostatečně finančně samostatná a má velmi nízkou zadluženost. Riziko pro věřitele je zde nízké, ale společnost neefektivně využívá vlastní zdroje financování. Může si tak dovolit více se zadlužit a zajistit si optimální poměr vlastních a cizích zdrojů. Společnost by se měla změřit na likviditu, aby měla stabilnější vývoj. Avšak jedná se o velkou společnost, která je schopna dostát svých závazků. Poměrně dlouhá doba obratu aktiv je dána velkou potřebou DHM. Doba obratu závazků je delší než doba obratu pohledávek, kromě let 2002 a 2003 a není tedy narušena finanční rovnováha společnosti. Ze souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně bylo zjištěno, že společnosti nehrozí bankrot nebo se nachází v šedé zóně.

V třetí části byla zjišťována hodnota vlastního kapitálu společnosti Letiště Praha, a.s. k 1.1. 2009 a to metodou DCF equity, metodou kapitalizovaných zisků v paušální i analytické variantě a metodou reálných opcí. Pro potřeby ocenění byly náklady kapitálu vypočteny stavebnicovým modelem INFA vycházejícím z účetních dat a tržním modelem CAPM. Výsledná hodnota vlastního kapitálu firmy je při použití stavebnicového modelu pro výpočet nákladů kapitálu u všech metod účetně podhodnocena kromě metody paušální. Naopak je to při použití nákladů kapitálu dle CAPM, kdy je společnost účetně nadhodnocena. Nejvyšších hodnot dosahuje vlastní kapitál jako reálná opce. Nejnižších potom při použití paušální metody, ačkoli při použití nákladů dle metodiky MPO je nejbližší účetní hodnotě vlastního kapitálu k datu ocenění společnosti. Z toho také vyplývá horní a dolní limit, mezi nimiž by se měla pohybovat prodejní cena společnosti. Dolní hranice je na úrovni 15 794 377 tis. Kč, kdy se jedná o účetní hodnotu, a horní hranice, vypočtená aplikací metodiky reálných opcí, je ve výši 80 289 943 tis. Kč.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

- [1] AMBROŽ, Luděk. *Oceňování opcí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 313 s. ISBN 80-7179-531-3.
- [2] ČULÍK, Miroslav. *Reálné opce a jejich vliv na rozhodování firmy*. Disertační práce, 2003.
- [3] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation Security, Analysis for Investment and Corporate Finance*. 1st Ed. USA: John Wiley & Sons, Inc., 1994. 417 s. ISBN 0-471-0750-8.
- [4] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [5] HULL, John. *Option, futures and other Derivatives*. 7th Ed. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall, 2009. 720 s. ISBN: 978-0-130224446.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-259-1.
- [7] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [8] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 2.upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3. s.
- [9] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza – metody, ukazatele, využití v praxi*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing, 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] SEIDLOVÁ, Veronika. *Analýza vývoje zadluženosti podniku Meopta – optika, s.r.o.* Bakalářská práce, 2008.
- [11] VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [12] ZMEŠKAL, Zdeněk a kol. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 235 s. ISBN 80-86119-87-4.
- [13] ZMEŠKAL, Zdeněk; ČULÍK, Miroslav; TICHÝ, Tomáš. *Finanční rozhodování za rizika*. 2. doplněné vyd. Ostrava: VŠB-TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA, 2005. 149 s. ISBN 80-248-0840-4.
- [14] Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku.
- [15] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Internetové zdroje

- [1] Česká národní banka [online]. 2009 [cit. 18. února 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html>
- [2] Český statistický úřad [online]. 2007 [cit. 15. března 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/2007edicniplan.nsf/kapitola/9303-07-od_roku_2000-500>
- [3] Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 15. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/kapitola/0001-09-2009-1900>>
- [4] Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 20. února 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace>
- [5] Damodaran Online [online]. 2010 [cit. 18. února 2010]. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- [6] Letiště Praha, a.s. [online]. 2010 [cit. 23. února 2010]. Dostupné z WWW: <http://www.prg.aero/cs/site/o_letisti/o_letisti_praha.htm>
- [7] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 15. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument66054.html>>
- [8] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 15. března 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument66391.html>>
- [9] Novinky [online]. 2010 [cit. 16. prosince 2009]. Dostupné z WWW: <<http://www.novinky.cz/domaci/187129-klaus-vetoval-zakon-o-vlastnictvi-prazskeho-letiste.html>>
- [10] Obchodní rejstřík a Sbírka listin [online]. 2010 [cit. 3. března 2010] Dostupné z WWW: <<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/report?sysinf.vypis.CEK=100079426&sysinf.vypis.rozsah=uplny&sysinf.@typ=transformace&sysinf.@strana=report&sysinf.vypis.typ=XHTML&sysinf.vypis.klic=aa304a9bb40e70dba2f9b03c40625976&sysinf.spis.@oddil=B&sysinf.spis.@vlozka=14003&sysinf.spis.@soud=M%ECstk%FDm%20soudem%20v%20Praze&sysinf.platnost=3.03.2010>>
- [11] Patria Online [online]. 2010 [cit. 18. února 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.patria.cz/CurrenciesRates/online/CZ0001000814/bond.aspx#online>>

Seznam zkratek

A	aktiva celkem
a.s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
atp.	a tak podobně
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
β^L	koeficient citlivosti zadlužené firmy
β^U	koeficient citlivosti nezadlužené firmy
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CZ	cizí zdroje
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČNB	Česká národní banka
ČV	upravené čisté výnosy
d	index poklesu
D	dluhy
DCF	diskontované peněžní toky
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DO	doba obratu
dt	délka diskrétního okamžiku
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před odečtením úroků a daní
EBITDA	zisk před odečtením odpisů, úroků, daní a amortizace
EBT	zisk před zdaněním
EIB	Evropská investiční banka
$E(R_E)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
ES	evropské společenství
FCF	volné peněžní tok
FCFD	volný peněžní tok pro věřitele

FCFE	volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele
FM	finanční majetek
ICT	informační a komunikační technologie
INV	investice
Kč	Koruna česká
KUB	krátkodobé bankovní úvěry
kW	kilowata
KZ	krátkodobé závazky
mld.	miliadra
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PN	provozní náklady
p^d	pravděpodobnost růstu
p^u	pravděpodobnost poklesu
PH	přidaná hodnota
PPP	pohotové peněžní prostředky
PRIBOR	sazba burzy cenných papírů Praha (Prague InterBank Offered Rate)
R_F	bezriziková sazba
R_{finstab}	riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
$R_{\text{podnikatelské}}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
σ	směrodatná odchylka
S	saldo dluhu
S_t	podkladové aktivum
Sb.	sbírky
sd	sazba daně
s.p.	státní podnik

T	tržby
TCV	trvale odnímatelný čistý výnos
THA	tržní hodnota aktiv
tj.	to jest
u	index růstu
U	úroky
UZ	úplatné zdroje
V	hodnota firmy
VH	vnitřní hodnota
VK	vlastní kapitál
w	váha
WACC	náklady celkového kapitálu
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti
Δ	změna

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 21. 4. 2010

Bc. Veronika Seidlová
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:
Nábřeží 369, Dřevohostice 751 14

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Významné události v procesu transformace
- Příloha č. 2 Destinace
- Příloha č. 3 Přehled aerolinek operujících na Letišti Praha
- Příloha č. 4 Rozvaha za období 2001 - 2008
- Příloha č. 5 Výkaz zisku a ztráty za období 2001 - 2008
- Příloha č. 6 Výkaz cash flow za období 2001 - 2007
- Příloha č. 7 Horizontální analýza rozvahy
- Příloha č. 8 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
- Příloha č. 9 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně
- Příloha č. 10 Finanční plán rozvahy
- Příloha č. 11 Pravděpodobnosti růstu a poklesu tržní hodnoty aktiv

Vznik společnosti Letiště Praha, a.s. je nedílně spojen s procesem privatizační transformace státního podniku Správa Letiště Praha, s.p. realizovaných podle zákona č. 92/1991 Sb., o podmínkách převodu majetku státu na jiné osoby ve dvou krocích.

Rok 2006

- 17. května byly Usnesením Vlády ČR č. 565 stanoveny zásady postupu při dokončování privatizace.
- 27. září došlo k Usnesení Vlády ČR č. 1110 k zahájení privatizace Letiště Praha, s.p. na státem vlastněnou akciovou společnost.

Rok 2007

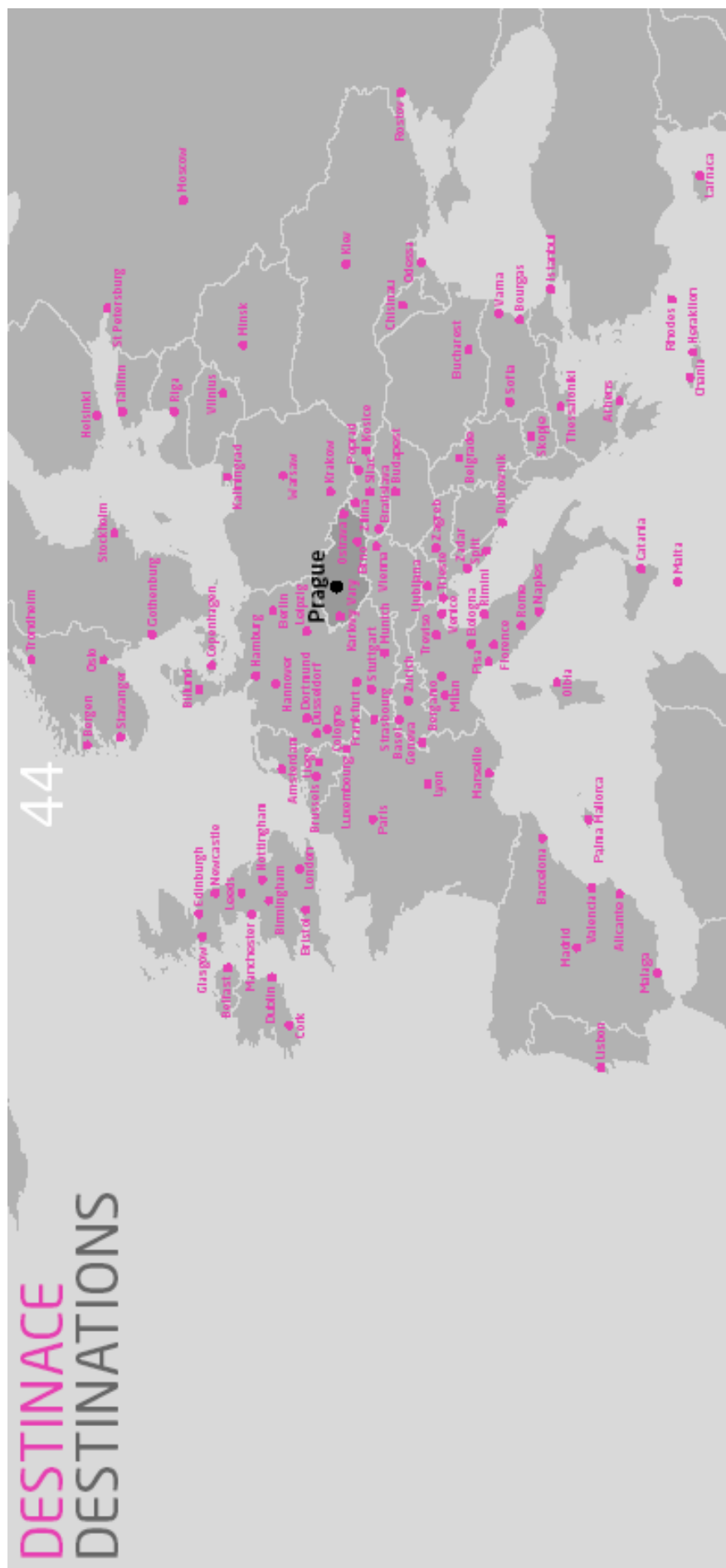
- 12. září určilo Usnesení Vlády ČR č. 1035 postup k zajištění transformace a privatizace Letiště Praha, s.p.
- 13. září byl předložen Ministerstvu dopravy ČR První zakladatelský privatizační projekt (též 1. ZPP).
- 7. listopadu bylo Usnesení Vlády ČR č. 1244 rozhodnuto o privatizaci části majetku Letiště Praha, s.p.
- 9. listopadu byl na Ministerstvu dopravy ČR předložen Druhý zakladatelský privatizační projekt (též 2. ZPP).
- 23. listopadu byl Ministerstvu dopravy ČR předložen aktualizovaný 1. ZPP.
- V prosinci byla vypracována Zakladatelská listina Letiště Praha, a.s. (N 800/2007, NZ 666/2007).
- 17. prosince byla založena akciová společnost Letiště Praha, a.s., rozhodnutím jediného akcionáře s působností valné hromady, a zvolena tříčlenná dozorčí rada.

Rok 2008

- 4. ledna byl splacen peněžitý vklad 2,2 mil. Kč (základní kapitál a rezervní fond).
- 9. ledna se uskutečnilo první zasedání dozorčí rady Letiště Praha, a.s., volba členů tříčlenného představenstva a výboru pro audit; následně proběhlo první zasedání statutárního orgánu společnosti.
- 6. února vznikla společnost Letiště Praha, a.s., a to zápisem do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze oddíl B, vložka 14003.
- 6. února došlo k přejmenování státního podniku na Správa Letiště Praha, s.p.
- 14. března byl Ministerstvu dopravy ČR předložen Dodatek č. 1 k 2. ZPP.
- 1. dubna byl předán Dodatek č. 1 k 2. ZPP na Ministerstvo financí ČR.

Příloha č. 1/2

- 2. června bylo schváleno vládou Usnesením Vlády ČR č. 666 o postupu privatizace, majetkové účasti státu ve společnosti Letiště Praha, a.s.
- 9. července bylo Usnesením Vlády ČR č. 888 rozhodnuto o privatizaci části majetku státního podniku Správa Letiště Praha, s.p., vložení do obchodní společnosti Letiště Praha, a.s. Tímto usnesením byla určena hodnota privatizovaného majetku Správy Letiště Praha, s.p., rozdělení, počet, hodnota, druh a forma budoucích akcií Letiště Praha, a.s.
- 10. července byla ze zákona zahájena aktualizace 2. ZPP (č. 64162), projekt byl předán Ministerstvu financí ČR koncem září 2008.
- 6. října byl vyhlášen 1. prosinec 2008 rozhodným dnem, kdy část majetku Správy Letiště Praha, s.p., má být vložena do společnosti Letiště Praha, a.s.
- 13. listopadu vydal jediný akcionář v působnosti valné hromady notářským zápisem rozhodnutí o změna stanov společnosti a zvolil novou dozorčí radu Letiště Praha, a.s. Ta následně (14.11.) zvolila nové představenstvo společnosti.
- 18. listopadu ministr dopravy podepsal rozhodnutí o vyjmutí části majetku Správy Letiště Praha, s.p., (nad Dodatkem č. 1 k Aktualizovanému 2. ZPP č. 64162) a jeho převedení na Ministerstvo financí ČR za účelem vložení do společnosti Letiště Praha, a.s., následně rozhodl jediný akcionář v působnosti valné hromady o úmyslu navýšit základní kapitál společnosti Letiště Praha, a.s., o hodnotu privatizovaného majetku.
- 28. listopadu byly ministerstvem financí podepsány Smlouva o úpisu akcií a Smlouva o vkladu, a to s účinností 1.12.2008.
- 1. prosince 2008 bylo realizováno:
 - Předání a převzetí části majetku Správy Letiště Praha, s.p., od Ministerstva dopravy ČR přes Ministerstvo financí ČR na Letiště Praha, a.s., v souladu se smlouvou o vkladu majetku, upsání akcií a převodu práv duševního vlastnictví.
 - Zápis o předání a převzetí majetku.
 - Vydání Osvědčení způsobilosti letiště Praha / Ruzyně Úřadem pro civilní letectví.
- 5. prosince 2008 Městský soud v Praze zapsal skutečnost, že došlo ke splacení hodnoty základního kapitálu.



Destinace - pravidelná přeprava
Destinations - Scheduled Services

Cargo

Dopravci - pravidelná přeprava
Carriers - Scheduled Services

Aer Lingus	British Airways	Flyglobespan	Nonwegian Air Shuttle	Cargo	Alicante	Bilund	Chania
Aeroflot	Brussels Airlines	Germanwings	ROSSIJA - Russian Airlines	China Air Lines	Almaty	Birmingham	Chisinau
Aerovisit Airlines	Bulgaria Air	Iberia	Ryanair	European Air Transport	Amsterdam	Bologna	Cologne
Aircompany POLET	Cambridge Air	JAT Airways	Scandinavian Airlines System	Fairair Switzerland	Adrians	Bratislava	Copenhagen
Air Europa	City Airline	Jet2	Sky Europe Airlines	FedEx	Atlanta	Bristol	Cork
Air France	clickair	KD Avia Airlines	Sterling Airlines	Silver Air	Barcelona	Birno	Damascus
Air Malta	Czech Airlines	KLM Royal Dutch Airlines	SilfISS	TNT Airways	Basel/Mulhouse	Brussels	Dortmund
Air Moldova	Delta Air Lines	Korean Air	WIP Portugal		Batut	Bucharest/Otopeni	Dubai
Alitalia	Deutsche Lufthansa	LOT - Polish Airlines	Smart Wings		Belfast	Budapest	Dublin
Austrian Airlines	easyJet Airline	Luxair	Turkish Airlines		Belgrade	Bourgas	Dubrovnik
Belavia	EL AL Israel Air Lines	Malev Hungarian Airlines	Ural Airlines		Bergen	Cairo	Düsseldorf
limbafly	Finnair	Mondair			Berlin Tegel	Catania	Edinburgh

Příloha č. 3/1

Přehled aerolinek operujících na Letišti Praha

Aerolinky	Destinace	Podrobnosti
	Dublin	www.aerlingus.com
	Moskva/Sheremetyevo	www.aeroflot.ru/eng/
	Kyjev/Borispol	www.aerosvit.com
	Voroněž	www.polet.ru/EN
	Lyon, Paříž/Ch.De Gaulle	www.airfrance.cz
	Malta	www.airmalta.com
	Kišiněv	www.airmoldova.md
	Videň	www.aua.com
	Minsk	www.belavia.by
	Belfast, Birmingham, East Midlands, Manchester	www.bmibaby.com
	Londýn/Heathrow	www.britishairways.com
	Brusel	www.brusselsairlines.com
	Kodaň	www.cimber.dk
	Göteborg	www.cityairline.com
	Almaty, Amsterdam, Athény, Barcelona, Bejrút, Benátky/Marco Polo, Berlín/Tegel, Bělehrad, Boloňa, Bratislava, Brno, Brusel, Budapešť, Bukurešť/Otopeni, Curych, Damašek, Dublin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, Helsinky, Heraklion, Istanbul, Jekatěrinburk, Jerevan, Káhira, Kolín n. R., Kodaň, Košice, Krakov, Kuvajt, Kyjev/Borispol, Larnaka, Londýn/Heathrow, Lublaň, Madrid, Manchester, Marseille, Milán/Malpensa, Minsk, Mnichov, Moskva/Sheremetyevo, New York/JFK, Novosibirsk, Oděsa, Oslo, Ostrava, Paříž/CDG, Riga, Petrohrad, Rostov, Řím/Fiumicino, Samara, Skopje, Sofie, Soluň, Split, Stockholm/Arlanda, Stuttgart, Štrasburk, Tallinn, Taškent, Tbilisi, Tel Aviv, Toronto, Vilnius, Warsawa, Záhřeb, Žilina	www.czechairlines.com

Příloha č. 3/2

	Atlanta, New York/J.F.K.	www.delta.com
	Rostov	www.aeroflot-don.ru
	Amsterdam, Bristol, Doncaster, Londýn/Gatwick, Londýn/Stansted, Milán/Malpensa, Nottingham/East Midlands, Paříž/Charles de Gaulle	www.easyjet.com
	Tel Aviv	www.elal.co.il
	Helsinky	www.finnair.com
	Kolín n. R.	www.germanwings.com
	Madrid	www.iberia.com
	Edinburgh, Leeds, Manchester	www.jet2.com
	Amsterdam	www.klm.cz
	Soul/Incheon	www.koreanair.com
	Varšava	www.lot.com
	Düsseldorf, Frankfurt, Mnichov	www.lufthansa.com
	Lucemburk	www.luxair.lu
	Budapešť	www.malev.hu
	Bergen, Kodaň, Moss/Rygge, Oslo, Stavanger, Trondheim	www.norwegian.no
	Petrohrad	www.pulkovo.ru/en
	Dublin, Birmingham, Stockholm/Skavsta, Frankfurt/Hahn	www.ryanair.com
	Stockholm/Arlanda	www.flysas.com
	Barcelona, Burgas, Cagliari, Catania, Dubaj, Heraklion, Chania, Ibiza, Korfu, Larnaka, Madrid, Malaga, Milán/Bergamo, Neapol, Olbia, Palma Mallorca, Paříž/Charles de Gaulle, Rhodes, Řím/Fiumicino, Soluň, Split, Valencie, Zakynthos	www.smartwings.com
	Basilej/Mulhouse, Curych, Ženeva	www.swiss.com

Příloha č. 3/3

	Lisabon	www.flytap.com
	Antalya, Bangkok, Barcelona, Bodrum, Boloňa, Brno, Burgas, Cagliari, Catania, Dalaman, Djerba, Dubai, Fuerteventura, Funjal, Gerona, Heraklion, Hurghada, Chania, Chios, Ibiza, Kalamata, Karpathos, Kavala, Kefallinia, Korfu, Kos, Lanzarote, Larnaka, Las Palmas, Lemnos, Madrid, Malaga, Marsa Allam, Menorka, Milán/Bergamo, Mitlini, Mombasa, Monastir, Neapol, Olbia, Palma Mallorca, Patras, Preveza, Punta Cana, Rhodos, Řím/Fiumicino, Samos, Sharm El Sheik, Skiatos, Soluň, Split, Taba, Tabarka, Tel Aviv, Tenerife, Thira, Tunis, Valencia, Varadero, Varna, Zakynthos, Zanzibar	www.travelservice.aero
	Istanbul	www.thy.com
	Jekatěrinburk	www.uralairlines.ru
	Barcelona	www.vueling.com
	Catania, Forlì	www.volawindjet.it
	Barcelona, Bari, Benátky/Treviso, Brusel/Charleroi, Burgas, Eindhoven, Liverpool, Londýn/Luton, Madrid, Malmö, Milán/Bergamo, Neapol, Oslo/Sandefjord, Paříž/Beauvais, Řím/Ciampino	www.wizzair.com
	Ťjumeň	www.yamal-airlines.ru

ROZVAHA		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
A.	AKTIVA CELKEM	24 902 448	25 413 244	26 456 109	28 085 549	33 597 038	35 304 546	36 635 602	47 709 528
	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ ZÁKLADNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	23 628 695	23 466 238	23 828 578	25 104 307	30 689 446	30 650 741	31 055 243	41 971 813
B. I.	<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>19 830</i>	<i>28 387</i>	<i>27 529</i>	<i>41 642</i>	<i>95 752</i>	<i>134 697</i>	<i>199 864</i>	<i>279 810</i>
B. I. 1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0	0	
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	
3	Software	15 854	24 875	21 703	23 855	78 003	95 136	184 687	
4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	
5	Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	3 444	1 293	5	
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	3 976	3 512	5 826	17 787	14 305	38 268	15 172	
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	
B. II.	<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>23 608 725</i>	<i>23 437 711</i>	<i>23 800 849</i>	<i>25 062 665</i>	<i>30 593 694</i>	<i>30 516 044</i>	<i>30 855 379</i>	<i>37 427 575</i>
B. II. 1	Pozemky	15 361 881	15 304 922	15 293 620	14 384 484	14 814 380	15 036 300	15 291 143	
2	Stavby	6 933 158	6 844 907	6 777 449	6 060 578	8 730 936	12 275 144	12 533 069	
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	878 692	1 031 911	877 315	846 083	1 760 621	2 656 587	2 585 727	
4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	
5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0	0	
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	360	360	360	360	577	605	11 512	
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	425 096	246 624	850 965	3 767 633	5 285 299	547 408	388 625	
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	9 538	8 987	1 140	3 527	1 881	0	45 303	
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	
B. III.	<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>140</i>	<i>140</i>	<i>200</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>4 264 429</i>
B. III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	0	0	
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	140	140	200	0	0	0	0	
4	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	
6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	1 259 075	1 936 495	2 589 286	2 930 626	2 824 244	4 546 220	5 541 019	5 683 892

Příloha č. 4/1

Rozvaha za období 2001 – 2008 (v tis. Kč)

C. I.	Zásoby	21 216	23 721	22 886	21 834	37 491	54 024	52 973	51 914
C. I. 1	Materiál	20 080	23 157	21 464	20 631	36 196	52 664	51 424	
2	Nedokončená výroba a polotovary	241	0	0	0	0	0	0	
3	Výrobky	0	0	0	0	0	0	0	
4	Zvířata	702	441	527	598	660	663	641	
5	Zboží	24	9	526	605	587	582	656	
6	Poskytnuté zálohy na zásoby	169	114	369	0	48	115	252	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	286 122	280 416	0	0	0	0	0
C. II. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	
2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0	0	
3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0	
5	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0	0	0	0	0	0	0	
6	Jiné pohledávky	0	286 122	280 416	0	0	0	0	
C. III.	Krátkodobé pohledávky	533 353	652 913	753 514	685 353	821 152	810 242	854 283	905 540
C. III. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	494 602	458 247	499 397	539 715	553 239	616 366	678 606	
2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0	0	0	
3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0	0	
5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	
6	Stát – daňové pohledávky	34 593	185 856	246 737	137 152	260 249	185 071	95 209	
7	Ostatní poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	1 096	20 460	
8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	3 315	8 375	3 423	2 590	3 865	4 373	57 590	
9	Jiné pohledávky	843	435	3 957	5 896	3 799	3 336	2 418	
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	704 506	973 739	1 532 470	2 223 439	1 965 601	3 681 954	4 633 763	4 726 438
C. IV. 1	Peníze	942	871	597	148	2 849	2 163	2 352	
2	Účty v bankách	703 564	972 868	1 531 873	2 223 291	1 962 752	3 679 791	4 631 411	
3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	
4	Porizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	
D.	OSTATNÍ AKTIVA – PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	14 678	10 511	38 245	50 616	83 348	107 585	39 340	53 823
D. I.	Časové rozlišení	14 678	10 511	38 245	50 616	83 348	107 585	39 340	53 823
D. I. 1	Náklady příštích období	7 189	7 742	2 964	15 169	46 212	56 543	31 352	
2	Příjmy příštích období	7 489	2 769	35 281	35 447	37 136	51 042	7 988	

A.	PASIVA CELKEM	24 902 448	25 413 244	26 456 109	28 085 549	33 597 038	35 304 546	36 635 602	47 709 528
	VLASTNÍ KAPITÁL	21 453 836	21 753 326	22 665 790	21 793 065	24 252 327	25 220 382	26 304 234	36 824 479
A. I.	Základní kapitál	17 655 722	17 641 102	17 624 835	15 776 519	15 779 056	15 779 056	15 776 856	25 122 271
A. I. 1	Základní kapitál	17 655 722	17 641 102	17 699 931	17 699 931	15 779 056	15 779 056	15 776 856	
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0	0	0	
3	Změny základního kapitálu	0	0	-75 096	-1 923 412	0	0	0	
A. II.	Kapitálové fondy	1 403 617	1 403 617	1 403 617	1 403 617	1 698 434	1 709 648	1 707 314	1 707 314
A II. 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0	0	0	
2	Ostatní kapitálové fondy	1 403 617	1 403 617	1 403 617	1 403 617	1 698 434	1 709 648	1 707 314	
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0	0	
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0	0	
A III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	303 722	362 720	421 244	513 510	612 834	830 734	931 838	1 154 490
A III. 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	292 696	349 947	402 823	496 204	595 046	812 497	909 742	
2	Statutární a ostatní fondy	11 026	12 773	18 421	17 306	17 788	18 237	22 096	
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	1 518 265	1 817 130	2 282 282	3 111 005	3 987 488	5 928 492	6 774 965	7 665 574
IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	1 518 265	2 024 288	2 282 282	3 111 005	3 987 488	5 928 492	6 774 965	
2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	-207 158	0	0	0	0	0	
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	572 510	528 757	933 812	988 414	2 174 515	972 452	1 113 261	1 174 830
B.	CIZÍ ZDROJE	3 430 055	3 625 029	3 721 721	6 262 181	9 315 947	10 042 861	10 288 974	10 834 176
B. I.	Rezervy	1 155 660	1 631 779	2 150 481	2 044 669	714 403	603 349	566 143	532 143
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	945 000	1 118 197	1 066 849	832 536	0	0	0	
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0	
3	Rezerva na daň z příjmů	0	201 424	419 892	190 112	0	1 013	0	
4	Ostatní rezervy	210 660	312 158	663 740	1 022 021	714 403	602 336	566 143	
B. II.	Dlouhodobé závazky	0	249 876	200 501	197 074	277 483	459 507	429 577	446 760
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	44 041	60 540	
2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0	0	
3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0	0	
5	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	
6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	
7	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	
8	Dohadné účty pasivní (Nevyfakturované dodávky)	0	0	0	0	0	0	0	

9	Jiné závazky	0	0	0	0	0	0	0	
10	Odložený daňový závazek	0	249 876	200 501	197 074	277 483	415 466	369 037	
B. III.	Krátkodobé závazky	551 098	424 557	327 755	670 438	1 974 061	680 005	993 254	1 055 273
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	134 267	122 003	249 372	443 842	1 547 227	407 149	545 937	709 718
2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Závazky k zaměstnancům	26 516	28 917	32 495	33 823	33 671	50 551	55 590	55 754
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	17 220	19 045	21 772	23 651	43 841	35 532	35 765	42 652
7	Stát – daňové závazky a dotace	97 371	9 795	6 888	7 866	21 106	15 096	14 009	14 639
8	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0	31 302	24 503	0
9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0
10	Dohadné účty pasivní (Nevyfakturované dodávky)	275 039	244 049	16 371	159 429	325 917	138 313	315 059	230 000
11	Jiné závazky	685	748	857	1 827	2 299	2 062	2 391	2 511
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	1 723 297	1 318 817	1 042 984	3 350 000	6 350 000	8 300 000	8 300 000	8 800 000
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	1 723 297	1 318 817	0	3 350 000	6 350 000	8 300 000	8 300 000	0
2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	1 042 984	0	0	0	0	8300000
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	500000
C.	OSTATNÍ PASIVA – PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	18 557	34 889	68 598	30 303	28 764	41 303	42 394	50 873
C. I.	Časové rozlišení	18 557	34 889	68 598	30 303	28 764	41 303	42 394	
C. I. 1	Výdaje příštích období	16 465	20 965	47 732	10 730	8 634	15 940	19 226	
2	Výnosy příštích období	2 092	13 924	20 866	19 573	20 130	25 363	23 168	

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
I.	Tržby za prodej zboží	532	36	37 829	32 095	39 962	37 700	31 370	31 056
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	444	18	17 015	19 873	24 473	23 928	20 001	19 440
+	Obchodní marže	88	18	20 814	12 222	15 489	13 772	11 369	11 616
II.	Výkony	3 266 702	3 377 868	3 746 526	4 177 855	4 384 649	5 012 054	5 396 176	5 800 889
II. 1	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	3 265 249	3 378 048	3 746 526	4 177 870	4 384 655	5 012 054	5 396 176	
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-228	-421	0	-15	-6	0	0	
3	Aktivace	1 681	241	0	0	0	0	0	
B.	Výkonová spotřeba	1 103 371	1 012 278	970 036	1 205 386	1 209 569	1 121 430	1 265 950	1 392 213
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	304 919	291 469	290 108	334 894	399 885	492 861	475 197	
B. 2	Služby	798 452	720 809	679 928	870 492	809 684	628 569	790 753	
+	Přidaná hodnota	2 163 419	2 365 608	2 797 304	2 984 691	3 190 569	3 904 396	4 141 595	4 420 292
C.	Osobní náklady	556 029	633 900	735 901	813 868	907 971	1 122 886	1 290 593	1 393 840
C. 1	Mzdové náklady	406 987	464 419	540 008	592 359	659 876	818 030	941 802	
C. 2	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0	0	0	
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	142 615	162 478	189 119	207 455	231 165	286 650	326 884	
C. 4	Sociální náklady	6 427	7 003	6 774	14 054	16 930	18 206	21 907	
D.	Daně a poplatky	2 166	2 394	1 822	1 882	1 463	2 398	2 046	2 087
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	536 278	562 120	585 764	536 264	613 574	1 217 017	1 252 334	1 273 265
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	60 094	74 031	54 658	70 145	80 206	96 717	86 877	88 425
III.									
1	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	235	28 890	2 489	1 549	199	21 599	13 766	
2	Tržby z prodeje materiálu	59 859	45 141	52 169	68 596	80 007	75 118	73 111	
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	52 277	62 147	49 760	64 390	74 090	73 119	68 526	75 872
F. 1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	30	21 189	1 637	704	174	4 241	691	
F. 2	Prodaný materiál	52 247	40 958	48 123	63 686	73 916	68 878	67 835	
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	159 285	276 577	266 284	114 962	-1 095 615	-121 923	-41 264	-34 000
IV.	Ostatní provozní výnosy	9 230	20 516	33 936	11 001	37 837	32 449	67 493	66 143
H.	Ostatní provozní náklady	26 307	41 905	94 243	54 409	81 038	181 258	91 583	88 836
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	
*	Provozní výsledek hospodaření	900 401	881 112	1 152 124	1 480 062	2 726 091	1 558 807	1 632 147	1 774 960

VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	300	0	0	0	0	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0	0	300	0	0	0	0	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	12	29	31	0	0	0	
VII.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0	0	
1		0	0	0	0	0	0	0	
2	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	0	12	29	31	0	0	0	
3	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	4 343	0	0	0	0	
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0	0	0	
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-1 751	758	-1 418	0	0	0	0	
X.	Výnosové úroky	39 701	23 072	16 713	37 686	41 484	49 215	115 741	112 997
N.	Nákladové úroky	136 610	67 402	42 418	18 228	31 631	166 139	259 935	356 154
XI.	Ostatní finanční výnosy	33 761	62 805	329 443	23 750	52 767	75 208	18 853	73 387
O.	Ostatní finanční náklady	86 424	129 574	157 110	53 978	65 405	185 297	61 947	118 063
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0	0	
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0	0	
*	Finanční výsledek hospodaření	-147 821	-111 845	152 418	-10 739	-2 785	-227 013	-187 288	-287 834
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	181 575	241 824	372 099	480 041	761 318	359 342	331 598	312 297
Q. 1	– splatná	181 575	199 106	421 474	483 468	680 909	221 359	378 027	
Q. 2	– odložená	0	42 718	-49 375	-3 427	80 409	137 983	-46 429	
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	571 005	527 443	932 443	989 282	1 961 988	972 452	1 113 261	1 174 830
XIII.	Mimořádné výnosy	2 827	2 087	1 370	152	212 527	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	646	182	1	1 020	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	676	591	0	0	0	0	0	
S. 1	– splatná	676	591	0	0	0	0	0	
S. 2	– odložená	0	0	0	0	0	0	0	
*	Mimořádný výsledek hospodaření	1 505	1 314	1 369	-868	212 527	0	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	572 510	528 757	933 812	988 414	2 174 515	972 452	1 113 261	1 174 830
	Výsledek hospodaření před zdaněním	754 761	771 172	1 305 911	1 468 455	2 935 833	1 331 794	1 444 859	1 487 127

VÝKAZ CASH FLOW		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Z	Účetní zisk z běžné činnosti před zdaněním	752 580	769 267	1 304 542	1 469 323	2 723 306	1 331 794	1 444 859
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	694 349	878 605	849 063	636 075	-611 531	1 206 944	1 346 435
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv a pohledávek	536 760	563 323	585 916	542 983	684 122	1 226 271	1 253 235
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	157 589	277 336	238 294	113 197	-1 285 727	-120 910	-41 264
A.1.3.	Zisk z prodeje stálých aktiv	0	-7 701	-852	-845	-25	-17 358	-13 075
A.1.4.	Kurzové rozdíly	0	0	0	198	-48	2 017	3 345
A.1.5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	0	44 330	25 705	-19 458	-9 853	116 924	144 194
A.1.6.	Ostatní nepeněžní operace	0	1 317	0	0	0	0	0
A.*	Čistý peněžní tok z prov. čin. před zdan., Δ pracovního kapitálu a mim. pol.	1 446 929	1 647 872	2 153 605	2 105 398	2 111 775	2 538 738	2 791 294
A.2.	Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	50 452	54 372	896 637	-17 621	39 551	152 460	-26 840
A.2.1.	Změna stavu zásob	-375	691	1 129	1 053	-20 240	-17 287	197
A.2.2.	Změna stavu obchodních pohledávek	-68 692	155 651	-13 569	-63 624	-64 037	-56 848	0
A.2.3.	Změna stavu ostatních pohledávek a přechodných účtů aktiv	7 628	0	-70 814	-99 957	-34 445	111 176	-97 489
A.2.4.	Změna stavu obchodních závazků	-37 058	-101 970	127 369	38 792	-224 882	291 775	0
A.2.5.	Změna stavu krátkodobých závazků a přechodných účtů pasiv	148 949	0	852 522	106 115	383 155	-176 356	70 452
A.**	Čistý peněžní tok z provozní čin. před zdaněním a mimoř. položkami	1 497 381	1 702 244	3 050 242	2 087 777	2 151 326	2 691 198	2 764 454
A.3.	Úroky vyplacené	0	-67 402	-42 418	-48 671	-88 218	-170 006	-260 494
A.4.	Úroky přijaté	0	0	0	0	0	49 000	110 322
A.5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	0	-255 069	-432 139	-516 727	-978 050	-279 116	-122 599
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými položkami	0	1 314	261 369	-868	-12 530		
A.***	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	1 497 381	1 381 087	2 837 054	1 521 511	1 072 528	2 291 076	2 491 683
B.1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-1 239 400	-723 431	-979 008	-3 162 708	-4 359 355	-2 530 712	-1 526 565
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	462	2 789	1 549	199	21 599	13 766
B.3.	Poskytnuté půjčky a úvěry	0	23 072	16 713	37 679	41 491	0	0
B.4.	Přijaté dividendy	0	12	0	0	0	0	0
B.***	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 239 400	-699 885	-959 506	-3 123 480	-4 317 665	-2 509 113	-1 512 799
C.1.	Změna stavu dlouhodobých a krátkodobých závazků	-556 968	-404 480	-1 318 817	2 307 016	3 000 000	1 950 000	0
C.2.	Změna stavu vlastního kapitálu							
C.2.1.	Snížení peněžních prostředků z titulu snížení kmenového jmění	-14 612	-7 489	0	0	0	0	-2 200
C.2.2.	Čerpání Fondu kulturních a sociálních potřeb	0	0	0	-14 078	-12 701	-15 610	-24 875
C.***	Čisté peněžní toky z finanční činnosti	-571 580	-411 969	-1 318 817	2 292 938	2 987 299	1 934 390	-27 075
	Čisté zvýšení peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů	-313 599	269 233	558 731	690 969	-257 838	1 716 353	951 809
	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na počátku roku	1 018 105	704 506	973 739	1 532 470	2 223 439	1 965 601	3 681 954
	Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci roku	704 506	973 739	1 532 470	2 223 439	1 965 601	3 681 954	4 633 763

Příloha č. 6 Výkaz cash flow za období 2001 – 2007 (v tis. Kč)

Příloha č. 7/1 Horizontální analýza rozvahy (v tis. Kč)

Horizontální analýza rozvahy		2001 - 2002		2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006		2006 - 2007		2007 - 2008	
	AKTIVA CELKEM	2,05%	510 796	4,10%	1 042 865	6,16%	1 629 440	19,62%	5 511 489	5,08%	1 707 508	3,77%	1 331 056	30,23%	11 073 926
A.	Pohledávky za psaný základní kapitál	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	-0,69%	-162 457	1,54%	362 340	5,35%	1 275 729	22,25%	5 585 139	-0,13%	-38 705	1,32%	404 502	35,15%	10 916 570
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	43,15%	8 557	-3,02%	-858	51,27%	14 113	129,94%	54 110	40,67%	38 945	48,38%	65 167	40,00%	79 946
B. I. 1	Zrizovací výdaje	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
2	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Software	56,90%	9 021	-12,75%	-3 172	9,92%	2 152	226,99%	54 148	21,96%	17 133	94,13%	89 551		
4	Ocenitelná práva	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Goodwill	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	3 444	-62,46%	-2 151	-99,61%	-1 288		
7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-11,67%	-464	65,89%	2 314	205,30%	11 961	-19,58%	-3 482	167,51%	23 963	-60,35%	-23 096		
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-0,72%	-171 014	1,55%	363 138	5,30%	1 261 816	22,07%	5 531 029	-0,25%	-77 650	1,11%	339 335	21,30%	6 572 196
B. II. 1	Pozemky	-0,37%	-56 959	-0,07%	-11 302	-5,94%	-909 136	2,99%	429 896	1,50%	221 920	1,69%	254 843		
2	Stavby	-1,27%	-88 251	-0,99%	-67 458	-10,58%	-716 871	44,06%	2 670 358	40,59%	3 544 208	2,10%	257 925		
3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	17,44%	153 219	-14,98%	-154 596	-3,56%	-31 232	108,09%	914 538	50,89%	895 966	-2,67%	-70 860		
4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Základní stádo a tažná zvířata	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	60,28%	217	4,85%	28	1802,81%	10 907		
7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-41,98%	-178 472	245,05%	604 341	342,75%	2 916 668	40,28%	1 517 666	-89,64%	-4 737 891	-29,01%	-158 783		
8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-5,78%	-551	-87,32%	-7 847	209,39%	2 387	-46,67%	-1 646	-100,00%	-1 881	0,00%	45 303		
9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0	42,86%	60	-100,00%	-200	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	100,00%	4 264 429
B. III. 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0	42,86%	60	-100,00%	-200	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Půjčky a úvěry ovlád. a říz. osobám a účetním jednotkám pod podst. vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		

Příloha č. 7/2

4	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	53,80%	677 420	33,71%	652 791	13,18%	341 340	-3,63%	-106 382	60,97%	1 721 976	21,88%	994 799	2,58%	142 873
C. I.	Zásoby	11,81%	2 505	-3,52%	-835	-4,60%	-1 052	71,71%	15 657	44,10%	16 533	-1,95%	-1 051	-2,00%	-1 059
C. I. 1	Materiál	15,32%	3 077	-7,31%	-1 693	-3,88%	-833	75,44%	15 565	45,50%	16 468	-2,35%	-1 240		
2	Nedokončená výroba a polotovary	-100,00%	-241	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Výrobky	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Zvířata	-37,18%	-261	19,50%	86	13,47%	71	10,37%	62	0,45%	3	-3,32%	-22		
5	Zboží	-62,50%	-15	5744,44%	517	15,02%	79	-2,98%	-18	-0,85%	-5	12,71%	74		
6	Poskytnuté zálohy na zásoby	-32,54%	-55	223,68%	255	-100,00%	-369	0,00%	48	139,58%	67	119,13%	137		
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0,00%	286 122	-1,99%	-5 706	-100,00%	-280 416	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
C. II. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Jiné pohledávky	0,00%	286 122	-1,99%	-5 706	-100,00%	-280 416	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
7	Odložená daňová pohledávka	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
C. III.	Krátkodobé pohledávky	22,42%	119 560	15,41%	100 601	-9,05%	-68 161	19,81%	135 799	-1,33%	-10 910	5,44%	44 041	6,00%	51 257
C. III. 1	Pohledávky z obchodních vztahů	-7,35%	-36 355	8,98%	41 150	8,07%	40 318	2,51%	13 524	11,41%	63 127	10,10%	62 240		
2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Stát – daňové pohledávky	437,26%	151 263	32,76%	60 881	-44,41%	-109 585	89,75%	123 097	-28,89%	-75 178	-48,56%	-89 862		
7	Ostatní poskytnuté zálohy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1 096	1766,79%	19 364		

Příloha č. 7/3

8	Dohadné účty aktivní (nevyfakturované výnosy)	152,64%	5 060	-59,13%	-4 952	-24,34%	-833	49,23%	1 275	13,14%	508	1216,94%	53 217		
9	Jiné pohledávky	-48,40%	-408	809,66%	3 522	49,00%	1 939	-35,57%	-2 097	-12,19%	-463	-27,52%	-918		
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	38,22%	269 233	57,38%	558 731	45,09%	690 969	-11,60%	-257 838	87,32%	1 716 353	25,85%	951 809	2,00%	92 675
C. IV. 1	Peníze	-7,54%	-71	-31,46%	-274	-75,21%	-449	1825,00%	2 701	-24,08%	-686	8,74%	189		
2	Účty v bankách	38,28%	269 304	57,46%	559 005	45,14%	691 418	-11,72%	-260 539	87,48%	1 717 039	25,86%	951 620		
3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
D.	OSTATNÍ AKTIVA – PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV	-28,39%	-4 167	263,86%	27 734	32,35%	12 371	64,67%	32 732	29,08%	24 237	-63,43%	-68 245	36,81%	14 483
D. I.	Časové rozlišení	-28,39%	-4 167	263,86%	27 734	32,35%	12 371	64,67%	32 732	29,08%	24 237	-63,43%	-68 245		
D. I. 1	Náklady příštích období	7,69%	553	-61,72%	-4 778	411,77%	12 205	204,65%	31 043	22,36%	10 331	-44,55%	-25 191		
2	Komplexní náklady příštích období	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Příjmy příštích období	-63,03%	-4 720	1174,14%	32 512	0,47%	166	4,76%	1 689	37,45%	13 906	-84,35%	-43 054		

	PASIVA CELKEM	2,05%	510 796	4,10%	1 042 865	6,16%	1 629 440	19,62%	5 511 489	5,08%	1 707 508	3,77%	1 331 056	30,23%	11 073 926
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	1,40%	299 490	4,19%	912 464	-3,85%	-872 725	11,28%	2 459 262	3,99%	968 055	4,30%	1 083 852	39,99%	10 520 245
A. I.	Základní kapitál	-0,08%	-14 620	-0,09%	-16 267	-10,49%	-1 848 316	0,02%	2 537	0,00%	0	-0,01%	-2 200	59,23%	9 345 415
A. I. 1	Základní kapitál	-0,08%	-14 620	0,33%	58 829	0,00%	0	-10,85%	-1 920 875	0,00%	0	-0,01%	-2 200		
2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Změny základního kapitálu	0,00%	0	0,00%	-75 096	2461,27%	-1 848 316	-100,00%	1 923 412	0,00%	0	0,00%	0		
A. II.	Kapitálové fondy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	21,00%	294 817	0,66%	11 214	-0,14%	-2 334	0,00%	0
A II. 1	Emisní ážio	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
2	Ostatní kapitálové fondy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	21,00%	294 817	0,66%	11 214	-0,14%	-2 334		
3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
A III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	19,43%	58 998	16,13%	58 524	21,90%	92 266	19,34%	99 324	35,56%	217 900	12,17%	101 104	23,89%	222 652
A III. 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	19,56%	57 251	15,11%	52 876	23,18%	93 381	19,92%	98 842	36,54%	217 451	11,97%	97 245		
2	Statutární a ostatní fondy	15,84%	1 747	44,22%	5 648	-6,05%	-1 115	2,79%	482	2,52%	449	21,16%	3 859		
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	19,68%	298 865	25,60%	465 152	36,31%	828 723	28,17%	876 483	48,68%	1 941 004	14,28%	846 473	13,15%	890 609
IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	33,33%	506 023	12,74%	257 994	36,31%	828 723	28,17%	876 483	48,68%	1 941 004	14,28%	846 473		
2	Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	-207 158	-100,00%	207 158	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		

Příloha č. 7/4

A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	-7,64%	-43 753	76,61%	405 055	5,85%	54 602	120,00%	1 186 101	-55,28%	-1 202 063	14,48%	140 809	5,53%	61 569
B.	CIZÍ ZDROJE	5,68%	194 974	2,67%	96 692	68,26%	2 540 460	48,77%	3 053 766	7,80%	726 914	2,45%	246 113	5,30%	545 202
B. I.	Rezervy	41,20%	476 119	31,79%	518 702	-4,92%	-105 812	-65,06%	-1 330 266	-15,55%	-111 054	-6,17%	-37 206	-6,01%	-34 000
B. I. 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	18,33%	173 197	-4,59%	-51 348	-21,96%	-234 313	-100,00%	-832 536	0,00%	0	0,00%	0		
2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Rezerva na daň z příjmů	0,00%	201 424	108,46%	218 468	-54,72%	-229 780	-100,00%	-190 112	0,00%	1 013	-100,00%	-1 013		
4	Ostatní rezervy	48,18%	101 498	112,63%	351 582	53,98%	358 281	-30,10%	-307 618	-15,69%	-112 067	-6,01%	-36 193		
B. II.	Dlouhodobé závazky	0,00%	249 876	-19,76%	-49 375	-1,71%	-3 427	40,80%	80 409	65,60%	182 024	-6,51%	-29 930	4,00%	17 183
B. II. 1	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	44 041	37,46%	16 499		
2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
5	Přijaté zálohy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
6	Vydané dluhopisy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
7	Směnky k úhradě	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
8	Dohadné účty pasivní (Nevyfakturované dodávky)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
9	Jiné závazky	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
10	Odložený daňový závazek	0,00%	249 876	-19,76%	-49 375	-1,71%	-3 427	40,80%	80 409	49,73%	137 983	-11,18%	-46 429		
B. III.	Krátkodobé závazky	-22,96%	-126 541	-22,80%	-96 802	104,55%	342 683	194,44%	1 303 623	-65,55%	-1 294 056	46,07%	313 249	6,24%	62 019
B. III. 1	Závazky z obchodních vztahů	-9,13%	-12 264	104,40%	127 369	77,98%	194 470	248,60%	1 103 385	-73,69%	-1 140 078	34,09%	138 788	30,00%	163 781
2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
5	Závazky k zaměstnancům	9,05%	2 401	12,37%	3 578	4,09%	1 328	-0,45%	-152	50,13%	16 880	9,97%	5 039	0,29%	164
6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	10,60%	1 825	14,32%	2 727	8,63%	1 879	85,37%	20 190	-18,95%	-8 309	0,66%	233	19,25%	6 887
7	Stát – daňové závazky a dotace	-89,94%	-87 576	-29,68%	-2 907	14,20%	978	168,32%	13 240	-28,48%	-6 010	-7,20%	-1 087	4,50%	630
8	Přijaté zálohy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	31 302	-21,72%	-6 799	-100,00%	-24 503
9	Vydané dluhopisy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	

Příloha č. 7/5

10	Dohadné účty pasivní (Nevyfakturované dodávky)	-11,27%	-30 990	-93,29%	-227 678	873,85%	143 058	104,43%	166 488	-57,56%	-187 604	127,79%	176 746	0,04%	-85 059
11	Jiné závazky	9,20%	63	14,57%	109	113,19%	970	25,83%	472	-10,31%	-237	15,96%	329	5,00%	120
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	-23,47%	-404 480	-20,92%	-275 833	221,19%	2 307 016	89,55%	3 000 000	30,71%	1 950 000	0,00%	0	6,02%	500 000
B. IV. 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	-23,47%	-404 480	-100,00%	-1 318 817	0,00%	3 350 000	89,55%	3 000 000	30,71%	1 950 000	0,00%	0	-100,00%	-8 300 000
2	Krátkodobé bankovní úvěry	0,00%	0	0,00%	1 042 984	-100,00%	-1 042 984	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	100,00%	8 300 000
3	Krátkodobé finanční výpomoci	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	100,00%	500 000
C.	OSTATNÍ PASIVA – PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV	88,01%	16 332	96,62%	33 709	-55,83%	-38 295	-5,08%	-1 539	43,59%	12 539	2,64%	1 091	20,00%	8 479
C. I.	Časové rozlišení	88,01%	16 332	96,62%	33 709	-55,83%	-38 295	-5,08%	-1 539	43,59%	12 539	2,64%	1 091		
C. I. 1	Výdaje příštích období	27,33%	4 500	127,67%	26 767	-77,52%	-37 002	-19,53%	-2 096	84,62%	7 306	20,61%	3 286		
2	Výnosy příštích období	565,58%	11 832	49,86%	6 942	-6,20%	-1 293	2,85%	557	26,00%	5 233	-8,65%	-2 195		

Příloha č. 8/1 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

Horizontální analýza VZZ		2001 - 2002		2002 - 2003		2003 - 2004		2004 - 2005		2005 - 2006		2006 - 2007		2007 - 2008	
I.	Tržby za prodej zboží	-93,23%	-496	104980,56%	37 793	-15,16%	-5 734	24,51%	7 867	-5,66%	-2 262	-16,79%	-6 330	-1,00%	-314
A.	Náklady vynalož. na prodané zboží	-95,95%	-426	94427,78%	16 997	16,80%	2 858	23,15%	4 600	-2,23%	-545	-16,41%	-3 927	-2,80%	-561
+	Obchodní marže	-79,55%	-70	115533,33%	20 796	-41,28%	-8 592	26,73%	3 267	-11,09%	-1 717	-17,45%	-2 403	2,17%	247
II.	Výkony	3,40%	111166	10,91%	368 658	11,51%	431 329	4,95%	206 794	14,31%	627 405	7,66%	384 122	7,50%	404 713
II. 1	Tržby za prodej vlastních výr. a služ.	3,45%	112799	10,91%	368 478	11,51%	431 344	4,95%	206 785	14,31%	627 399	7,66%	384 122		
2	Změna stavu zásob vlastní činnosti	84,65%	-193	-100,00%	421	0,00%	-15	-60,00%	9	-100,00%	6	0,00%	0		
3	Aktivace	-85,66%	-1440	-100,00%	-241	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
B.	Výkonová spotřeba	-8,26%	-91093	-4,17%	-42 242	24,26%	235 350	0,35%	4 183	-7,29%	-88 139	12,89%	144 520	9,97%	126 263
B. 1	Spotřeba materiálu a energie	-4,41%	-13450	-0,47%	-1 361	15,44%	44 786	19,41%	64 991	23,25%	92 976	-3,58%	-17 664		
B. 2	Služby	-9,72%	-77643	-5,67%	-40 881	28,03%	190 564	-6,99%	-60 808	-22,37%	-181 115	25,80%	162 184		
+	Přidaná hodnota	9,35%	202189	18,25%	431 696	6,70%	187 387	6,90%	205 878	22,37%	713 827	6,08%	237 199	6,73%	278 697
C.	Osobní náklady	14,00%	77871	16,09%	102 001	10,59%	77 967	11,56%	94 103	23,67%	214 915	14,94%	167 707	8,00%	103 247
C. 1	Mzdové náklady	14,11%	57432	16,28%	75 589	9,69%	52 351	11,40%	67 517	23,97%	158 154	15,13%	123 772		
C. 2	Odměny členům orgánů spol. a druž.	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
C. 3	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	13,93%	19863	16,40%	26 641	9,70%	18 336	11,43%	23 710	24,00%	55 485	14,04%	40 234		
C. 4	Sociální náklady	8,96%	576	-3,27%	-229	107,47%	7 280	20,46%	2 876	7,54%	1 276	20,33%	3 701		
D.	Daně a poplatky	10,53%	228	-23,89%	-572	3,29%	60	-22,26%	-419	63,91%	935	-14,68%	-352	2,00%	41
E.	Odpisy DHNM	4,82%	25842	4,21%	23 644	-8,45%	-49 500	14,42%	77 310	98,35%	603 443	2,90%	35 317	1,67%	20 931
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	23,19%	13937	-26,17%	-19 373	28,33%	15 487	14,34%	10 061	20,59%	16 511	-10,17%	-9 840	1,78%	1 548
III. 1	Tržby z prodeje dlouh. majetku	12193,62%	28655	-91,38%	-26 401	-37,77%	-940	-87,15%	-1 350	10753,77%	21 400	-36,27%	-7 833		
2	Tržby z prodeje materiálu	-24,59%	-14718	15,57%	7 028	31,49%	16 427	16,64%	11 411	-6,11%	-4 889	-2,67%	-2 007		
F.	ZC prodaného DM a materiálu	18,88%	9870	-19,93%	-12 387	29,40%	14 630	15,06%	9 700	-1,31%	-971	-6,28%	-4 593	10,72%	7 346
F. 1	ZC prodaného dlouh. majetku	70530,00%	21159	-92,27%	-19 552	-56,99%	-933	-75,28%	-530	2337,36%	4 067	-83,71%	-3 550		
F. 2	Prodaný materiál	-21,61%	-11289	17,49%	7 165	32,34%	15 563	16,06%	10 230	-6,82%	-5 038	-1,51%	-1 043		
G.	Zm. stavu rez. a opr. Pol. v prov. obl. a komplexních N příštích období	73,64%	117292	-3,72%	-10 293	-56,83%	-151 322	-1053,02%	-1 210 577	-88,87%	973 692	-66,16%	80 659	-17,60%	7 264
IV.	Ostatní provozní výnosy	122,28%	11286	65,41%	13 420	-67,58%	-22 935	243,94%	26 836	-14,24%	-5 388	108,00%	35 044	-2,00%	-1 350
H.	Ostatní provozní náklady	59,29%	15598	124,90%	52 338	-42,27%	-39 834	48,94%	26 629	123,67%	100 220	-49,47%	-89 675	-3,00%	-2 747
V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
I.	Převod provozních nákladů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
*	Provozní výsledek hospodaření	-2,14%	-19289	30,76%	271 012	28,46%	327 938	84,19%	1 246 029	-42,82%	-1 167 284	4,70%	73 340	8,75%	142 813

Příloha č. 8/2

VI.	Tržby z prodeje CP a podílů	0,00%	0	0,00%	300	-100,00%	-300	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
J.	Prodané CP a podíly	0,00%	0	0,00%	300	-100,00%	-300	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
VII.	Výnosy z dlouh. finančního majetku	0,00%	12	141,67%	17	6,90%	2	-100,00%	-31	0,00%	0	0,00%	0		
VII. 1	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
2	Výn. z ostatních dlouh. CP a podílů	0,00%	12	141,67%	17	6,90%	2	-100,00%	-31	0,00%	0	0,00%	0		
3	Výnosy z ostatního DFM	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
VIII.	Výnosy z krát. finančního majetku	0,00%	0	0,00%	4 343	-100,00%	-4 343	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
K.	Náklady z finančního majetku	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
L.	Náklady z přecenění CP a derivátů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	-143,29%	2509	-287,07%	-2 176	-100,00%	1 418	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
X.	Výnosové úroky	-41,89%	-16629	-27,56%	-6 359	125,49%	20 973	10,08%	3 798	18,64%	7 731	135,17%	66 526	-2,37%	-2 744
N.	Nákladové úroky	-50,66%	-69208	-37,07%	-24 984	-57,03%	-24 190	73,53%	13 403	425,24%	134 508	56,46%	93 796	37,02%	96 219
XI.	Ostatní finanční výnosy	86,03%	29044	424,55%	266 638	-92,79%	-305 693	122,18%	29 017	42,53%	22 441	-74,93%	-56 355	289,26%	54 534
O.	Ostatní finanční náklady	49,93%	43150	21,25%	27 536	-65,64%	-103 132	21,17%	11 427	183,31%	119 892	-66,57%	-123 350	90,59%	56 116
XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
P.	Převod finančních nákladů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
*	Finanční výsledek hospodaření	-24,34%	35976	-236,28%	264 263	-107,05%	-163 157	-74,07%	7 954	8051,27%	-224 228	-17,50%	39 725	53,68%	-100 546
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	33,18%	60249	53,87%	130 275	29,01%	107 942	58,59%	281 277	-52,80%	-401 976	-7,72%	-27 744	-5,82%	-19 301
Q. 1	– splatná	9,65%	17531	111,68%	222 368	14,71%	61 994	40,84%	197 441	-67,49%	-459 550	70,78%	156 668		
Q. 2	– odložená	0,00%	42718	-215,58%	-92 093	-93,06%	45 948	-2446,34%	83 836	71,60%	57 574	-133,65%	-184 412		
**	VH za běžnou činnost	-7,63%	-43562	76,79%	405 000	6,10%	56 839	98,32%	972 706	-50,44%	-989 536	14,48%	140 809	5,53%	61 569
XIII.	Mimořádné výnosy	-26,18%	-740	-34,36%	-717	-88,91%	-1 218	139720,39%	212 375	-100,00%	-212 527	0,00%	0	0,00%	0
R.	Mimořádné náklady	-71,83%	-464	-99,45%	-181	101900,00%	1 019	-100,00%	-1 020	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	-12,57%	-85	-100,00%	-591	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
S. 1	– splatná	-12,57%	-85	-100,00%	-591	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
S. 2	– odložená	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0		
*	Mimořádný výsledek hospodaření	-12,69%	-191	4,19%	55	-163,40%	-2 237	-24584,68%	213 395	-100,00%	-212 527	0,00%	0	0,00%	0
***	VH za účetní období (+/-)	-7,64%	-43753	76,61%	405 055	5,85%	54 602	120,00%	1 186 101	-55,28%	-1 202 063	14,48%	140 809	5,53%	61 569
	VH před zdaněním	2,17%	16411	69,34%	534 739	12,45%	162 544	99,93%	1 467 378	-54,64%	-1 604 039	8,49%	113 065	2,93%	42 268

Příloha č. 9/1
Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně
Taflerův model – bankrotní model

$$Z_T = 0,53 \cdot X_1 + 0,13 \cdot X_2 + 0,18 \cdot X_3 + 0,16 \cdot X_4$$

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
X1	EBT/KZ	1,37	1,82	3,98	2,19	1,49	1,96	1,45	1,41
X2	OA/Záv.celk.	2,28	2,87	4,90	3,38	1,25	3,99	3,89	3,78
X3	KZ/A	0,02	0,02	0,01	0,02	0,06	0,02	0,03	0,02
X4	Fin.maj/(Prov.N - odpisy)	0,37	0,48	0,72	0,98	1,63	1,53	1,72	1,61
Z_T		1,09	1,42	2,87	1,76	1,22	1,81	1,56	1,50
Zhodnocení		bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí	bankrot nehrozí

Interpretace výsledné hodnoty:

$Z > 0$ nízká pravděpodobnost bankrotu firmy

$Z < 0$ vysoká pravděpodobnost bankrotu

Kralickuv Quick-test – ratingový model

R1 - VK/A		
Rok	R1	Body
2001	0,86	4
2002	0,86	4
2003	0,86	4
2004	0,78	4
2005	0,72	4
2006	0,71	4
2007	0,72	4
2008	0,77	4
R3 - EBIT/A		
Rok	R3	Body
2001	0,04	1
2002	0,03	1
2003	0,05	1
2004	0,05	1
2005	0,09	2
2006	0,04	1
2007	0,05	1
2008	0,04	1

R2 - (dluhy celk.-PP)/provozní CF		
Rok	R2	Body
2001	1,04	4
2002	0,73	4
2003	0,01	4
2004	1,31	4
2005	6,19	2
2006	2,57	4
2007	2,04	4
2008	3,20	3
R4 - provozní CF / provozní výnosy		
Rok	R4	Body
2001	0,45	4
2002	0,40	4
2003	0,73	4
2004	0,35	4
2005	0,24	4
2006	0,43	4
2007	0,45	4
2008	0,29	4

Rok	FS	VS	SH	Vyhodnocení
	(R1+R2)/2	(R3+R4)/2	(FS+VS)/2	
2001	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2002	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2003	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2004	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2005	3	3	3	neutrální
2006	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2007	4	2,5	3,25	velmi dobrý podnik
2008	3,5	2,5	3	neutrální

Index IN

Příloha č. 9/2

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
V1	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
Aktiva	24 902 448,00	25 413 244,00	26 456 109,00	28 085 549,00	33 597 038,00	35 304 546,00	36 635 602,00	47 709 528,03
Cizí Zdroje	3 430 055,00	3 625 029,00	3 721 721,00	6 262 181,00	9 315 947,00	10 042 861,00	10 288 974,00	10 834 176,27
V2	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
EBIT	891 371,00	838 574,00	1 348 329,00	1 486 683,00	2 967 464,00	1 497 933,00	1 704 794,00	1 843 280,53
Úroky N	136 610,00	67 402,00	42 418,00	18 228,00	31 631,00	166 139,00	259 935,00	356 154,00
V3	14,35	14,35	14,35	14,35	14,35	14,35	14,35	14,35
EBIT	891 371,00	838 574,00	1 348 329,00	1 486 683,00	2 967 464,00	1 497 933,00	1 704 794,00	1 843 280,53
Aktiva	24 902 448,00	25 413 244,00	26 456 109,00	28 085 549,00	33 597 038,00	35 304 546,00	36 635 602,00	47 709 528,03
V4	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Tržby	3 265 249,00	3 378 048,00	3 746 526,00	4 177 870,00	4 384 655,00	5 012 054,00	5 396 176,00	5 800 889,20
Aktiva	24 902 448,00	25 413 244,00	26 456 109,00	28 085 549,00	33 597 038,00	35 304 546,00	36 635 602,00	47 709 528,03
V5	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Oběžná Aktiva	1 259 075,00	1 936 495,00	2 589 286,00	2 930 626,00	2 824 244,00	4 546 220,00	5 541 019,00	5 683 891,78
Krát.závazky	551 098,00	424 557,00	327 755,00	670 438,00	1 974 061,00	680 005,00	993 254,00	1 055 273,19
Krát.bankovní úvěry	0,00	0,00	1 042 984,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8 800 000,00
V6	60,61	60,61	60,61	60,61	60,61	60,61	60,61	60,61
Záv. po lhůtě splatnosti	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	22 287,00	5 441,00	31 749,00
Tržby	3 265 249,00	3 378 048,00	3 746 526,00	4 177 870,00	4 384 655,00	5 012 054,00	5 396 176,00	5 800 889,20
IN	2,07	2,89	5,02	10,59	12,08	2,89	2,37	1,91

V tis. Kč (mimo vah)

Váhy $V_1 - V_6$ pro index IN

	V_1	V_3	V_4	V_6		V_1	V_3	V_4	V_6
zemědělství	0,24	21,35	0,76	14,57	gumárenský	0,22	5,87	0,38	43,01
rybolov	0,05	10,76	0,90	84,11	stavební hmoty	0,20	5,28	0,55	28,05
dobývání nerost.surovin	0,14	17,74	0,72	16,89	výroba kovů	0,24	10,55	0,46	9,74
dobývání energet.surovin	0,14	21,83	0,74	16,31	výroba strojů a přístrojů	0,28	13,07	0,64	6,36
dobývání ostat.surovin	0,16	5,39	0,56	25,39	elektrotechn. a elektronika	0,27	9,50	0,51	8,27
zpracovatelský průmysl	0,24	7,61	0,48	11,92	výroba dopravních prostřed.	0,23	29,29	0,71	7,46
potravinářství	0,26	4,99	0,33	17,38	jinde nezařazený průmysl	0,26	3,91	0,38	17,62
textil + oděvy	0,23	6,08	0,43	12,73	elektrina, voda a plyn	0,15	4,61	0,72	55,89
kožedělný	0,24	7,95	0,43	8,79	stavebnictví	0,34	5,74	0,35	16,54
dřevařský	0,24	18,73	0,41	11,57	obchod, opravy motor.voz.	0,33	9,70	0,28	28,32
papírenství a polygrafie	0,23	6,07	0,44	16,99	pohostinství a ubytování	0,35	12,57	0,88	15,97
koksování a rafinerie	0,19	4,09	0,32	2026,93	doprava, skladov., spoje	0,07	14,35	0,75	60,61
výroba chemických výr.	0,21	4,81	0,57	17,06	ekonomika ČR	0,22	8,33	0,52	16,80

 V_2 0,11 V_5 0,10Indexy V_2 a V_5 jsou stejné pro všechna odvětví.

Příloha č. 10

Finanční plán rozvahy

ROZVAHA (v tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
AKTIVA	47 908 274	48 911 647	50 184 328	51 796 577	53 798 378
<i>Stálá aktiva</i>	<i>42 046 489</i>	<i>42 974 908</i>	<i>44 204 720</i>	<i>45 800 780</i>	<i>47 759 848</i>
Dlouhodobý nehmotný majetek	335 772	402 926	483 511	580 213	696 256
Dlouhodobý hmotný majetek	37 446 289	38 307 553	39 456 780	40 956 137	42 799 164
Dlouhodobý finanční majetek	4 264 429	4 264 429	4 264 429	4 264 429	4 264 429
<i>Oběžná aktiva</i>	<i>5 831 715</i>	<i>5 907 919</i>	<i>5 958 236</i>	<i>5 968 209</i>	<i>5 989 145</i>
Zásoby	50 875	49 858	48 861	47 883	46 926
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	959 872	940 675	893 641	804 277	723 849
Krátkodobý finanční majetek	4 820 967	4 917 386	5 015 734	5 116 049	5 218 370
<i>Přechodné účty aktiv</i>	<i>30 070</i>	<i>28 820</i>	<i>21 373</i>	<i>27 589</i>	<i>49 385</i>
PASIVA	47 908 274	48 911 647	50 184 328	51 796 577	53 798 378
<i>Vlastní kapitál</i>	<i>37 755 188</i>	<i>38 880 360</i>	<i>40 164 971</i>	<i>41 651 701</i>	<i>43 326 374</i>
Základní kapitál	25 122 271	25 122 271	25 122 271	25 122 271	25 122 271
Kapitálové fondy	1 707 314	1 707 314	1 707 314	1 707 314	1 707 314
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	1 389 456	1 575 598	1 800 632	2 057 555	2 354 901
V.H. minulých let	8 605 438	9 350 005	10 250 143	11 277 831	12 467 216
V.H. běžného období	930 709	1 125 172	1 284 611	1 486 731	1 674 673
<i>Cizí zdroje</i>	<i>10 092 039</i>	<i>9 982 449</i>	<i>9 980 287</i>	<i>10 113 620</i>	<i>10 446 999</i>
Rezervy	487 143	500 143	535 143	595 143	712 143
Dlouhodobé závazky	464 630	492 508	522 059	553 382	586 585
Krátkodobé závazky	1 276 845	1 562 958	1 932 825	2 411 414	3 031 171
Bankovní úvěry a výpomoci	7 863 420	7 426 840	6 990 260	6 553 680	6 117 100
<i>Přechodné účty pasiv</i>	<i>61 047</i>	<i>48 838</i>	<i>39 070</i>	<i>31 256</i>	<i>25 005</i>

Příloha č. 11 Praviděpodobnosti růstu a poklesu tržní hodnoty aktiv

- při použití nákladů kapitálu stanovených metodou CAPM

2009	2010	2011	2012	2013
				0,38
			0,47	
		0,35		0,62
				0,38
			0,53	
	0,18			0,62
				0,38
			0,47	
		0,65		0,62
				0,38
			0,53	
				0,62
				0,38
			0,47	
		0,35		0,62
				0,38
			0,53	
	0,82			0,62
				0,38
			0,47	
		0,65		0,62
				0,38
			0,53	
				0,62

- při použití nákladů kapitálu stanovených metodou INFA

2009	2010	2011	2012	2013
				0,65
			0,44	
		0,01		0,35
				0,65
			0,56	
	0,19			0,35
				0,65
			0,44	
		0,99		0,35
				0,65
			0,56	
				0,35
				0,65
			0,44	
		0,01		0,35
				0,65
			0,56	
	0,81			0,35
				0,65
			0,44	
		0,99		0,35
				0,65
			0,56	
				0,35

